UNIVERSITE PARIS DAUPHINE
MASTER 225 FINANCE D'ENTREPRISE ET INGENIERIE FINANCIERE

MEMOIRE DE FIN D'ETUDES

Le marché des Euro Placements Privés peut-il s'imposer ?

Septembre 2014

Auteurs :	**Mémoire dirigé par :**
Van Anh LAM NGUYEN Kévin PAPELARD	Sami GOTRANE Enseignant du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière »

« France may be a useful case study for the rest of Europe. Just two years ago, there was no such as a French private placement market. »

Patrick Jenkins

Financial editor at the Financial Times

« Le financement des entreprises, de toutes les entreprises et sous toutes ses formes, est une préoccupation forte du Gouvernement.

L'initiative de la Place de Paris qui vise à promouvoir, sous l'appellation Euro PP, le développement sécurisé d'un marché des placements privés en France, plus souple et plus aisément mobilisable pour les entreprises que l'offre de financement traditionnelle, est aujourd'hui tout à fait bienvenue, et fortement soutenue par les pouvoirs publics. Elle s'inscrit dans le cadre d'une collaboration de chacun, entreprises, investisseurs, intermédiaires, pouvoirs publics. C'est avec ce type de mobilisation et d'innovation dans les modes de financement que nous contribuerons au financement durable de l'économie réelle. »

Michel Sapin

Ministre des Finances et des Comptes publics

Arnaud Montebourg

Ex-ministre de l'Economie, du Redressement productif et du Numérique

Table des matières

Remerciements 5

Synthèse 6

Introduction 9

I. Présentation des caractéristiques et atouts des Euro Placements Privés 11

A. Principales caractéristiques des placements privés en euros 11

1. Définition générale 11

2. Les deux formats de l'Euro PP : prêt vs obligation 12

3. Les contraintes réglementaires d'information des Euro PP 15

B. Les avantages des Euro Placements Privés pour les émetteurs 16

1. Une nouvelle source de financement 16

2. Un allongement possible de la maturité de la dette 17

3. Des conditions flexibles pour répondre aux besoins 18

4. L'Euro PP, alternative aux émissions obligataires publiques 19

5. L'opportunité de se faire connaître afin de préparer l'avenir 21

6. Un recours à taux fixe facilitant la couverture de taux 22

II. Des conditions favorables au développement des Euro PP 23

A. Un besoin de financement pour les ETI/PME 23

1. Un besoin de financement lié au cycle de vie de l'entreprise 23

2. Des difficultés de financement liées au marché obligataire 25

3. Des difficultés de financement liées au resserrement du crédit bancaire 26

4. L'impact des réformes règlementaires Bâle III 27

B. Un besoin d'investir dans de nouvelles classes d'actifs 28

1. La typologie des investisseurs et la venue de nouveaux acteurs institutionnels 28

2. L'impact de Solvency II chez les assureurs 29

C. Le nouveau rôle des banques comme intermédiaires 31

1. Le revirement stratégique des banques vers une position d'intermédiaire 31

2. L'arrivée de nouveaux concurrents aux banques 33

III. Recherches et études empiriques 34

A. Le marché High Yield à ses débuts, similaire à celui des Euro PP 34

1. Présentation générale du marché High Yield 34

2. Un marché pro-cyclique rythmé par des crises importantes et des périodes de grand succès 37

3. Le lien entre les mésaventures passées du marché HY et les menaces pouvant peser sur l'Euro PP 41

B. Comparaison des trois marchés : USPP, Schuldschein, Euro PP 43

1. Analyse quantitative des émissions 43

2. Etude du profil des émetteurs cibles 55

3. Tableau de synthèse 62

4. Atouts et avantages des deux concurrents de l'Euro PP 63

5. L'Euro PP comme alternative aux marchés historiques du placement privé 65

6. Estimations de la future taille du marché des Euro PP 66
IV. Les Euro PP, un marché à fort potentiel sous réserves 68
A. Le marché des Euro PP à ses prémices 68
1. La nécessité d'acquérir un savoir-faire en analyse crédit 68
2. L'appréhension d'un nouveau produit 69
B. Les conditions d'une éventuelle réussite au financement des ETI 69
1. Un besoin de standardiser le marché 69
2. La création de nouveaux produits 71
3. Un nouveau système de notation spécifique aux petites entreprises 73
4. Un recours aux clauses de protection 74
5. Le marché doit davantage s'internationaliser 75
Conclusion 78
Bibliographie 80
Annexes 83

Remerciements

Tout d'abord nous tenons à remercier Sami Gotrane d'avoir accepté d'encadrer notre mémoire de fin d'études, et de nous avoir fait confiance tout au long de ce travail.

Nous remercions également Hervé Gay et François Ligeron pour leur disponibilité, leur écoute et leur avis.

Un remerciement à l'ensemble des professeurs membres de la commission de recrutement du Master 225, sous la direction de Jacques Biessy, sans qui nous n'en serions pas arrivés là.

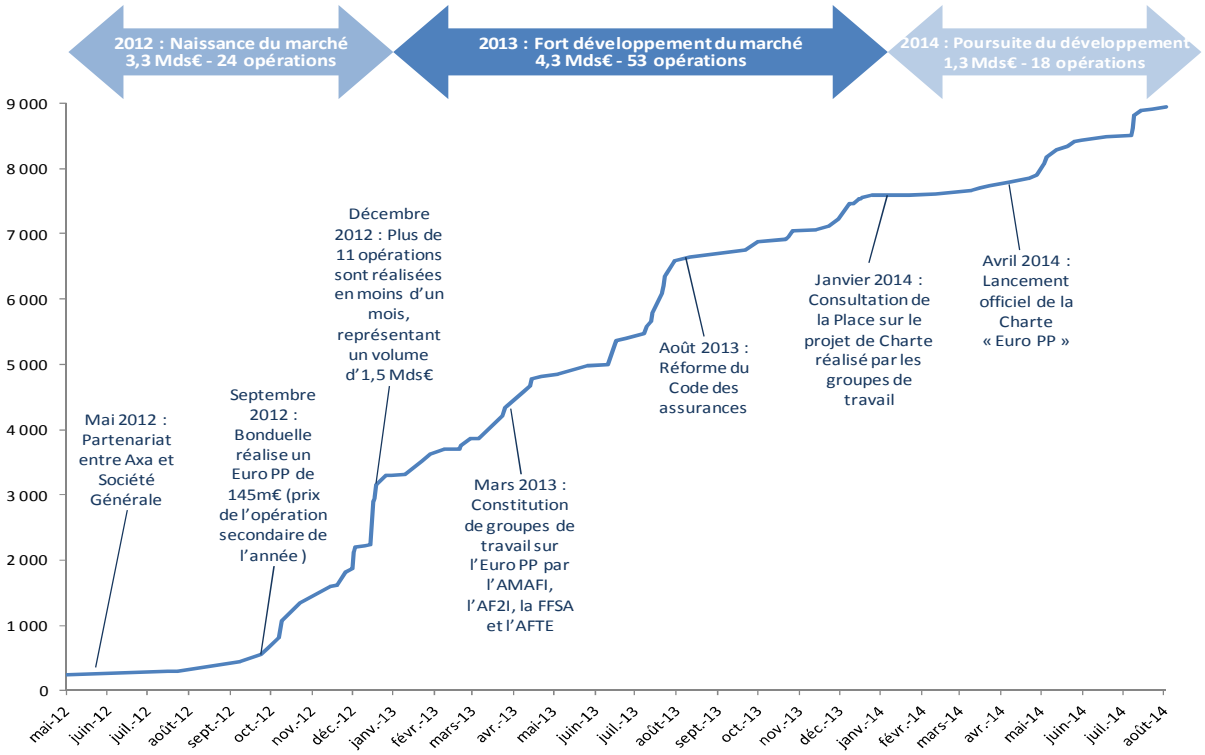
Merci à nos familles respectives, ainsi que nos proches pour leur soutien apporté tout au long de cette période, leurs relectures, et leurs avis éclairés.

Synthèse

Présentation du sujet

Nous souhaitons préciser que les Euro Placements Privés sont un sujet qui a grandement éveillé notre intérêt étant donné qu'ils sont au cœur de l'actualité depuis plus de deux ans. Ce nouveau marché a fait preuve d'un grand dynamisme entre 2012 et août 2014, puisque sa taille est passée de zéro à près de 8,9 milliards d'euros selon nos analyses.

Historique et volume d'émission du marché des Euro Placements Privés



Problématique

Le marché des Euro Placements Privés s'est considérablement développé depuis l'année 2012. Toutefois, il paraît légitime de se demander si le marché des Euro Placement Privés peut s'imposer de façon plus durable étant donné qu'historiquement de nombreuses innovations financières n'ont point perduré.

Travaux

A travers ce mémoire de fin d'études, nous avons réalisé deux travaux empiriques permettant de mieux étudier le récent marché des Euro PP.

La première étude empirique, davantage qualitative, a pour objectif de tirer des conclusions sur l'avenir des Euro Placements Privés et les menaces qui pourraient éventuellement l'affecter, étant donné que cette classe d'actif possède de nombreux points communs avec les émissions obligataires High Yield.
Pour cela, nous avons recherché à mieux comprendre les principales caractéristiques du marché High Yield, ainsi qu'à davantage connaître les divers événements et crises qu'a connus cette classe d'actif au cours de son existence.

La seconde étude empirique, davantage quantitative, vise à déterminer si l'Euro Placement Privé pourrait constituer une alternative crédible aux marchés historiques américains et allemands pour les entreprises émettrices européennes.
Pour cela, nous avons souhaité étudier les caractéristiques des placements privés en euros afin d'en tirer leurs atouts par rapport à leurs concurrents.
Par conséquent, nous avons opéré nos propres recensements et analyses sur les Euro Placements Privés réalisés entre la création du marché au cours de l'année 2012 et le 04 août 2014. Vous trouverez en annexe le détail de l'ensemble de ces émissions. Pour chacune d'entre-elles, nous avons recherché de nombreuses informations telles : le nom de la société émettrice, son pays, son secteur d'activité, sa classification au sens de la Loi de Modernisation de l'Economie (LME) du 18 décembre 2008, son éventuelle notation, son éventuelle cotation, la date de l'émission, le montant de l'émission, la maturité de l'émission, le format de l'émission, la place de cotation des émissions cotées, le prix du coupon, ainsi que les conseils de l'émetteur.
Ainsi, nous avons recensé 100 émissions différentes par les différents émetteurs, ce qui représente près de 114 Euro Placements Privés si l'on distingue les différentes tranches de chaque émission. Nous souhaitons cependant préciser que certaines émissions de format prêt ne sont pas communiquées publiquement et font l'objet d'une certaine confidentialité.

Conclusion

A travers les différentes parties de ce mémoire de fin d'études, nous avons montré que les placements privés en euros répondent à un réel besoin des entreprises et particulièrement des entreprises de taille intermédiaire.

Nous avons également mis en avant l'intérêt commun des différents acteurs de l'économie, à savoir les entreprises émettrices, les investisseurs institutionnels et les banques, de participer au développement du marché des Euro Placements Privés.

De plus, nous avons aussi souligné certaines menaces qui pourraient peser sur le développement du marché des Euro PP et avons comparé les atouts des différentes formes de placements privés par rapport aux marchés étrangers.

Enfin, nous avons démontré que le marché des Euro Placements Privés possède un avenir prometteur, toutefois sous certaines conditions.

Dans ce cadre, nous avons formulé plusieurs recommandations.
L'une des idées que nous avons émises pour permettre aux placements privés de se développer davantage dans les années à venir consisterait à instaurer des émissions multi-tranches dans différentes devises.

Par ailleurs, nous espérons que les différents investisseurs institutionnels continueront de se structurer en interne au niveau de leur analyse-crédit, ou en ayant recours à des analystes externes afin d'être davantage familier des risques de crédit en vue de concourir au développement des émissions des Euro Placements Privés.

Il pourrait également être envisageable qu'un organisme indépendant européen émette une notation sur les Euro Placements Privés réalisés par les petites et moyennes entreprises afin de rassurer les investisseurs institutionnels et de les encourager à financer leurs besoins de financement.

Nous pensons qu'il serait intéressant que les investisseurs institutionnels acceptent de détenir une grande partie ou bien la totalité du montant des émissions de petites tailles des plus petites ETI ou PME.

Enfin, les différentes entreprises devront définir et établir leur « Debt Story » (plus connue sous le terme de Crédit Story) afin de répondre à leur volonté de recourir à la désintermédiation partielle de leur dette.

Introduction

« Say Bonjour to France's New PP Market »

« Les placements privés obligataires s'envolent »

« Le financement alternatif des ETI européennes est promis à un bel avenir »

« Breakthrough for mid-caps as new PP market root in France »

« Placement privés : La France veut devenir un marché de référence »

« US faces competition from Europe on Private Placements »

« Les placements privés apportent un nouveau souffle de financement »

Voici les titres de la presse économique qui reviennent sans cesse au cours des derniers mois. En effet, les Euro Placements Privés sont au cœur de l'actualité.
Le marché a fait preuve d'un grand dynamisme entre 2012 et août 2014, puisque sa taille est passée de zéro à 8,9 Mds€.

Mais qu'est-ce qu'un Euro Placement Privé ?
Mode de financement alternatif, l'Euro Placement Privé est un nouveau type d'émission obligataire à destination des entreprises de taille intermédiaire.

A propos, on estime le besoin de financement des ETI européennes entre 2 450 et 2 830 Mds€ à horizon 2018, et celui des entreprises de taille intermédiaire françaises à 800Mds€ pour les cinq prochaines années. Malheureusement, ces entreprises sont les plus impactées par le durcissement des conditions d'octroi des financements bancaires depuis les dernières années. Dans ce cadre, les Euro PP présentent de nombreux avantages et apparaissent comme une solution de financement complémentaire pour les entreprises.

Du côté des investisseurs institutionnels, cet outil de financement a également été très bien accueilli. Les placements privés leur ont permis de diversifier leurs investissements, tout en leur offrant des rendements attractifs. Parallèlement à l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels, les banques ont adopté le rôle d'arrangeur entre les émetteurs et les investisseurs.

Néanmoins, étant donné l'existence des marchés américain et allemand depuis une vingtaine d'années, on peut se demander si les Euro Placements Privés parviendront à se faire une place de façon durable comme outils de financement pour les sociétés européennes.

Par ailleurs, nous nous sommes également interrogés quant à la possibilité que les investisseurs institutionnels désertent le nouveau marché des Euro PP, tout comme ils l'ont fait à de nombreuses reprises avec celui du High Yield. En effet, le marché des placements privés en euros présente des caractéristiques communes avec le marché High Yield à ses débuts, notamment une certaine fragilité et illiquidité en cas d'augmentation significative des taux ou en cas de défaut d'entreprises émettrices.

Ces interrogations nous amènent à la problématique suivante :
Le marché des Euro Placement privés peut-il s'imposer ?

Dans un premier temps, nous vous présenterons les principales caractéristiques des Euro Placements Privés, ainsi que l'intérêt d'y recourir pour les entreprises.
Dans un second temps, nous exposerons plus en détail l'ensemble des conditions favorables au développement des Euro PP.
Dans troisième temps, nous analyserons de façon empirique les similitudes entre le marché High Yield à ses débuts et celui des placements privés en euros. Puis, nous étudierons quantitativement les caractéristiques des émissions, ainsi que le profil des émetteurs présents sur les trois principaux marchés de placements privés.
Enfin, nous soulignerons les conditions nécessaires à l'essor de ce marché naissant et formulerons également quelques recommandations personnelles.

Nous souhaitons préciser qu'il s'agit d'un sujet qui a éveillé notre intérêt depuis l'année dernière, puisque le mémoire de candidature au Master 225 « Finance d'entreprise et Ingénierie Financière » de l'un des deux signataires avait pour objet d'étude : « Les Euro Placements Privés vont-ils être une réelle aide au financement des PME/ETI ?[1] ». Etant donné que ce dernier se devait d'être synthétique et se limitait à une vingtaine de pages, notre analyse fut limitée. Dès lors, nous avons souhaité approfondir nos recherches et nos études réalisées précédemment. Cela est d'autant plus intéressant que le marché a poursuivi son développement.

[1] Les Euro Placements Privés vont-ils être une réelle aide au financement des PME/ETI ? » - mémoire de Kevin PAPELARD - 2013

I. Présentation des caractéristiques et atouts des Euro Placements Privés

Dans cette première partie, nous expliquerons les caractéristiques spécifiques des Euro Placements Privés, puis nous étudierons les nombreux avantages pour les émetteurs d'y recourir.

A. Principales caractéristiques des placements privés en euros

Afin de mieux étudier les placements privés en euros, il convient de présenter leurs principales caractéristiques. Pour cela, nous nous attacherons à définir précisément ce à quoi le terme fait allusion. Nous analyserons également les différents formats des Euro Placements Privés, ainsi que le mécanisme juridique auquel chacun est rattaché.

1. Définition générale

a) Une opération de financement

Avant tout, il est utile de définir un Euro Placement Privé comme une opération de financement à moyen ou long terme pour une entreprise ayant recours à la dette, sous forme d'obligations ou de prêts, et non recours au capital.

L'opération concerne l'entreprise que l'on dénomme l'emprunteur, ainsi que des investisseurs (institutionnels dans la plupart du temps). Généralement, la démarche est également réalisée avec les conseils d'un arrangeur (une banque ou un cabinet de conseil) afin de mener les négociations et la rédaction de la documentation ad hoc du placement privé en euros.

Par ailleurs, même si l'information financière ainsi que la documentation juridique s'inspirent en partie de la documentation du crédit bancaire réalisé entre un emprunteur et ses banques prêteuses, il existe des différences afin d'aboutir à une documentation allégée.

Les entreprises se finançant par un Euro PP ne sont pas nécessairement des sociétés cotées et notées par des agences de notation. Nous analyserons le profil des émetteurs dans la partie III.

Enfin, les émissions par placements privés permettent une grande flexibilité pour les émetteurs puisque leurs tailles ainsi que leurs maturités peuvent varier d'une manière importante.

b) Un nombre limité d'investisseurs qualifiés

D'après le Code monétaire et financier, lorsqu'une émission est réalisée par « Placement Privé », elle doit être réalisée auprès d'un nombre limité d'investisseurs institutionnels qualifiés[2].

Les investisseurs qualifiés sont des professionnels (banques, sociétés d'assurance, fonds de retraites…) qui n'ont pas les mêmes besoins de protection que les particuliers puisqu'ils ont la capacité d'assurer l'analyse et le suivi de leurs investissements. Ainsi, le caractère privé permet d'éviter certaines démarches officielles comme par exemple le contrôle des autorités de marché ou bien les obligations de diffusion d'information. Par conséquent, les placements privés peuvent être réalisés avec une publicité et une information réduite et sans livre d'ordres.

[2] La notion d'investisseur qualifié a été simplifiée suite au décret du 8 novembre 2012, lié à la révision de la directive prospectus : seuls les clients professionnels et les contreparties éligibles ont cette qualité.

Concernant le fait que le placement privé doit s'adresser à un cercle restreint d'investisseurs qualifiés, son seuil est limité à 150 personnes (contre 100 précédemment) depuis le décret du 8 novembre 2012. Ceci a permis d'accroitre les possibilités de financement pour les entreprises émettrices.

c) Une opération différente d'une émission obligataire publique

Malgré le fait que dans la littérature financière, on parle souvent de « placements privés obligataire en euros » pour faire allusion aux Euro Placements Privés, il convient de les différencier des émissions obligataires publiques (de type Eurobond).

Contrairement aux Euro PP, les émissions obligataires publiques s'adressent à l'ensemble du marché Eurobond des investisseurs. De plus, le volume des émissions publiques étant très important (de l'ordre de 250 milliards d'euros en 2012 et 2013[3]), il existe un marché secondaire bénéficiant d'une relative liquidité. De même, la taille des émissions obligataires publiques est importante, souvent supérieure à 500 millions d'euros. Enfin, les émissions obligataires publiques sont généralement suivies par les grandes agences de notation S&P, Moody's ou Fitch et les émetteurs sont notés.

A l'inverse d'une émission obligataire publique, l'Euro PP est caractérisé par une absence de liquidité. En effet, même s'il est par principe transférable, il a vocation à être détenu jusqu'à maturité par les investisseurs institutionnels, qui sont davantage dans une logique « buy and hold ». Par conséquent, ils négocient généralement les modalités de l'émission avec l'entreprise émettrice et effectuent des analyses de sa qualité crédit.

Nous pouvons également souligner l'évolution des comportements des investisseurs institutionnels entre 2012 et 2014. En effet, lors des premières émissions sous forme d'Euro Placements Privés, ces investisseurs craignaient l'absence de liquidité de ces nouveaux investissements et appelaient à standardiser davantage ces produits en vue de pouvoir plus facilement les céder ultérieurement. Toutefois, au fil du temps les investisseurs institutionnels ont revu leur positionnement et ont accepté de renoncer à une certaine liquidité au profit d'un rendement plus élevé en mettant véritablement en place leur stratégie « buy and hold ».

2. Les deux formats de l'Euro PP : prêt vs obligation

Les Placements Privés en euros peuvent recouvrir deux formats distincts : soit sous forme d'obligations, soit sous forme de prêts. Ces différents formats ne se sont pas développés à la même vitesse et possèdent chacun d'eux des avantages et inconvénients concernant le mécanisme juridique qui leur est attaché.

a) Un format bond familier des investisseurs

Les investisseurs institutionnels connaissent plutôt bien le format obligataire (couramment appelé bond) grâce au marché des obligations publiques. Ainsi, beaucoup d'entre eux préfèrent avoir recours aux placements privés obligataires de type « format obligation » selon Clémence Berroeta *(Crédit Agricole CIB, executive director in debt capital markets corporate origination)*. Cette préférence provient de leur plus grande expérience en matière d'investissement sur des

[3] Selon Dealogic, émissions obligataires publiques d'entreprises, hors émissions High Yield

titres plutôt que sur des créances étant donné qu'ils sont peu familiers des documentations bancaires.

Lors de nos discussions avec François Ligeron *(Société Générale CIB, directeur exécutif origination dette)*, cette idée a été confortée par les chiffres. Selon lui, les années 2012 et 2013 ont été dominées par le format obligataire, mais cela ne garantit pas qu'il en soit de même durant les années à venir. La préférence des formats de l'Euro PP dépendra vraisemblablement des contraintes de format légal auxquels les investisseurs institutionnels seront soumis.

Durant l'année 2012 et au premier semestre 2013, les obligations se devaient d'être admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation afin d'être souscrites par les assureurs puisque ceux-ci étaient soumis à de telles contraintes d'investissements. Ainsi, la plupart des Euro PP réalisés pendant cette période a donné lieu à une cotation alors qu'aujourd'hui un placement privé en euros n'est plus forcément coté pour être éligible au Code des assurances.

b) Un format loan discret pour les émetteurs

L'Euro PP de type « format prêt » repose sur une documentation contractuelle semblable au contrat d'un crédit bancaire classique. Ainsi, la mise en place d'un placement privé en euros de « format loan » est susceptible d'être plus rapide et à moindres coûts que le format obligataire dont les frais de documentation juridique peuvent atteindre cent mille euros d'après Charles Antoine de Fontenay *(HSBC, Directeur Debt Capital Markets).* En effet, cette tâche semble peu chronophage étant donné que la documentation peut reprendre à la fois les informations financières de l'entreprise, mais également les clauses et covenants financiers issus de la documentation bancaire. Il n'est pas exclu que ces clauses et covenants soient par la suite ajustés et assouplis en fonction des négociations entre l'émetteur et les investisseurs institutionnels.

Cette négociation constitue un élément caractéristique des Euro PP, puisque contrairement à une émission obligataire publique, les investisseurs institutionnels jouent un véritable rôle dans les caractéristiques de l'émission et le contenu de la documentation contractuelle du placement privé sous format loan.

Depuis son développement, le placement privé en euros de format prêt a été réalisé soit directement entre une société émettrice et des investisseurs institutionnels, soit par l'intermédiaire de partenariats entre les banques arrangeuses et les sociétés d'assurances (Crédit Agricole-Axa, Société Générale-Axa, BNP Paribas-Cardif), soit grâce à la création de fonds de prêt par les investisseurs (Amundi, Lyxor par exemple).

De plus, ce même format permet un partage des risques entre la banque arrangeuse, qui conserve par exemple 20% du montant du prêt dans son bilan et l'investisseur apporteur de capitaux qui finance les 80% restants. Ce partage conduit à un alignement des intérêts que les investisseurs institutionnels apprécient.

Il convient également de souligner que le choix de l'émetteur de recourir à un Euro PP de type « format prêt » ou « format obligation » peut varier en fonction du besoin de financement. La plupart des Euro PP de type loan ont une taille inférieure à 100 millions d'euros, ce qui ne nécessite pas de recourir à un grand nombre d'investisseurs. Mais si le besoin de financement

est plus important, il peut être utile de rechercher une base d'investisseurs institutionnels plus grande et donc de recourir à l'Euro PP de type bond.

i. Un format préservant la confidentialité

Les émetteurs peuvent préférer le « format loan » en raison du niveau d'information financière requis lors de l'émission. D'après Guy Silvestre *(Société Générale Mid Caps Investment Banking, Responsable global capital markets)*, « certains émetteurs recherchent à préserver la confidentialité de la transaction et limiter leur communication financière ». La société Sonepar (non cotée et non notée) est le parfait exemple : elle a réalisé en septembre 2012 un Euro PP de type prêt alors qu'un placement privé de type obligataire aurait nécessité la publication d'un prospectus contenant ses informations financières.

Certaines entreprises émettrices souhaitent éviter la divulgation des informations sensibles sur leur activité, leur situation financière ou bien leur stratégie de développement car ces données pourraient être utilisées par leurs concurrents. Elles ont donc tout intérêt à recourir à l'Euro PP de « type loan ». Cette totale confidentialité est souvent préservée par le fait que ce prêt est rarement souscrit par plus de trois investisseurs institutionnels selon Philippe Ferreira *(Société Générale CIB, Global strategist).* C'est par exemple le cas de la société Soufflet qui a émis un Euro PP de type loan de 60m€ auprès de trois investisseurs institutionnels en mars 2013. Le directeur financier du groupe a notamment expliqué que son groupe n'avait pas encore finalisé ses opérations stratégiques et que par conséquent il ne souhaitait pas communiquer dessus à cette époque.

ii. Un format renforcé par la réforme du Code des assurances

A l'image d'Axa, certains investisseurs institutionnels, lorsqu'ils investissaient en France avant 2013, à l'inverse de leurs investissements dans des placements privés obligataires en Allemagne, privilégiaient le « format prêt », jugeant le traitement comptable et financier des placements privés au « format obligataire » trop contraignant selon le Code des assurances français.

La modification du Code des assurances nous a permis d'assister à quelques changements. En effet, la réforme de l'article R332-2 du Code des assurances par le décret n°2013-717 du 2 août 2013, a recouru à faciliter la souscription d'obligations non cotées ainsi que des prêts par les assureurs. Nous reviendrons plus en détail sur cette réforme dans la partie IV.

Nous avons recensé ci-après les formats obligataires et prêts des Euro Placements Privés selon leurs principales caractéristiques ainsi que les exigences réglementaires et contractuelles. On peut donc différencier les obligations cotées (sur un marché réglementé ou bien sur un système multilatéral de négociation), les obligations non cotées et les prêts.

Format	Documentation	Cotation	Confidentialité	Transférabilité	Approbation	Information requise
Obligations cotées sur MR[4]	Obligataire	Euronext Paris, Luxembourg	Non	Oui, sans limite	Autorité de marché : AMF, CSSF	Type « Directive Prospectus » : comptes consolidés avec historique de 2 années, IFRS
Obligations cotées sur SMN[5]	Obligataire	Alternext, Euro MTF Luxembourg	Non	Oui sans limite	Entreprise de marché : NYSE Euronext, Bourse de Luxembourg	Comptes consolidés avec historique de 2 années, IFRS ou normes françaises
Obligations non cotées	Obligataire	Aucune	Oui	Oui, limitation possible par clause d'agrément	Aucune	Selon le contrat
Prêts	Bancaire	Aucune	Oui	Seulement, si permise par le contrat	Aucune	Selon le contrat

3. Les contraintes réglementaires d'information des Euro PP

Il convient de souligner que les obligations des entreprises ayant recours à un placement privé sont non notées. En effet, contrairement au marché américain des USPP où les obligations émises sont notées par la NAIC[6], aucun organisme n'émet un rating dessus en Europe.

Cependant, les obligations émises sont parfois cotées (sur Nyse Euronext par exemple), afin de répondre aux contraintes réglementaires de certains investisseurs institutionnels. De plus, la diffusion d'un prospectus permet à une obligation non notée d'être éligible au Code des assurances, et par conséquent d'être souscrite par les assureurs.

Les investisseurs institutionnels étant désireux d'obtenir une information financière satisfaisante et régulière, certaines obligations ont été instaurées selon le format de financement utilisé.

Dans le cadre de la réalisation d'un placement privé obligataire en euros par une entreprise cotée, les obligations d'information n'ont pas un impact significatif sur la communication du groupe puisque la société est déjà dans l'obligation de publier périodiquement ses informations financières afin que les investisseurs soient suffisamment informés.

[4] MR : marché réglementé défini par le Code monétaire et financier (article L421-1)
[5] SMN : système multilatéral de négociation défini par le Code monétaire et financier (article L424-1). On parle également de « Multilateral Trading Facility » (MTF)
[6] NAIC : National Association of Insurance Commissioners

En revanche, si l'émetteur est une entreprise non cotée, il peut faire face à différentes situations. Dans le cadre de la réalisation d'un placement privé sous forme d'obligations cotées, la publication d'un prospectus est obligatoire et celui-ci doit être visé par l'autorité de marché pour le marché réglementé ou l'entreprise de marché pour le système multilatéral de négociation. Le prospectus doit décrire l'emprunteur (c'est-à-dire son activité, ainsi que ses comptes et facteurs de risques), les obligations émises (leurs modalités comme la maturité, le taux d'intérêt, et leurs facteurs de risques), et également les différentes modalités d'émission.

Dans le cadre de la réalisation d'un placement privé sous forme d'obligations non cotées, l'émetteur n'a pas l'obligation du publier un prospectus mais un mémorandum d'information dont le but est de se décrire, ainsi que les modalités des obligations.

Enfin, si le placement privé est réalisé sous le format prêt, la confidentialité de l'opération est préservée par le contrat de prêt et aucune publication n'est exigée.

B. Les avantages des Euro Placements Privés pour les émetteurs

Maintenant que nous avons présenté les principales caractéristiques des placements privés obligataires, nous allons souligner les différents avantages pour un émetteur d'y recourir.

1. Une nouvelle source de financement

a) Une diversification du profil de dette

Dans certains cas, ce sont les créanciers actuels des entreprises qui manifestent leur volonté que celles-ci opèrent une diversification de leur dette. De nombreuses ETI, et même des groupes internationaux, comme Lactalis, ont été intégralement financés par crédits bancaires pendant de nombreuses années. Cependant, la diversification de la dette du groupe laitier, à travers des financements désintermédiés a permis de rassurer ses créanciers, malgré la bonne santé financière de l'entreprise.

Dans d'autre cas, il s'agit de la propre volonté de l'émetteur de diversifier son profil de dette. L'émission obligataire de Bonduelle a permis au groupe de développer la désintermédiation de ses financements à hauteur de 60% du montant de sa dette. Le groupe Neopost quant à lui, considère qu'il est important de ne pas être totalement dépendant des créanciers bancaires. En ce sens, Neopost, Sonepar et d'autres entreprises, qui n'avaient aucun problème de financement en 2012, ont préféré entrer en relation avec les investisseurs institutionnels (afin d'élargir leur cercle d'investisseurs), dans la perspective de financements futurs. D'une part, elles ont souhaité s'orienter vers le marché de la désintermédiation financière, prévoyant une réduction future des financements bancaires et leur renchérissement, en raison des nouvelles règles prudentielles. D'autre part, elles ont voulu instaurer le plus tôt possible une relation de confiance vis à vis des investisseurs institutionnels, en leur présentant leur entreprise, leurs perspectives financières ainsi que leur stratégie de développement.
Cette diversification des sources de financement a également un effet secondaire favorable. En effet, plusieurs entreprises ayant eu recours aux placements privés obligataires dès 2012 ont eu la bonne surprise de voir leurs banques se rapprocher d'elles à l'issue de la diversification de leur profil de dette, afin d'étudier de façon moins contraignante d'éventuels crédits bancaires. Dès lors, ceci devient une motivation supplémentaire pour certains groupes. Ainsi le groupe Orpéa a souhaité diversifier ses sources de financements afin de réduire sa dépendance aux crédits bancaires, dans le but de bénéficier de meilleures conditions de financement par la suite.

b) Un financement adapté aux actifs de long terme

En terme d'équilibre bilanciel, on peut également souligner le fait que le recours aux placements privés obligataires permet l'obtention de ressources longues afin de faire face aux actifs de long terme de certaines entreprises. C'est par exemple le cas de la Compagnie des Alpes, qui a émis un Euro PP en mai 2014 afin d'allonger la maturité de ses ressources, étant donné la nature de ses actifs. Néanmoins, ceci ne l'empêche pas de recourir au crédit court terme, qui est une ressource complémentaire, afin de faire face à la saisonnalité de son activité.

c) Une possibilité d'arbitrage entre le crédit bancaire et l'Euro PP

Cette nouvelle source de financement offre également la possibilité aux groupes de taille intermédiaire d'opérer un arbitrage entre un financement bancaire et un financement obligataire. Face aux durcissements des conditions d'octroi de crédit, il semble parfois plus judicieux de recourir à un placement privé obligataire au regard du couple « coûts-conditions ».

Prenons l'exemple du groupe Tessi, qui a préféré réaliser un Euro PP en janvier 2013, compte tenu des difficultés rencontrées dans le cadre d'un renouvellement de crédit syndiqué avec ses banques. En effet, les exigences de ses créanciers bancaires ne convenaient pas au groupe : d'une part, le coût du crédit syndiqué aurait dû être significativement plus élevé que le précédent, mais ce sont surtout les clauses très contraignantes qui l'ont dissuadé. Tandis que le crédit syndiqué devait permettre le financement d'investissements et d'opérations de croissance externe, les banques souhaitaient définir les critères de valorisation des cibles potentielles par des clauses, ce qui aurait limité la liberté du groupe et contraint ses choix stratégiques.

Malgré une rémunération légèrement plus élevée par rapport aux crédits syndiqués, le recours à un Euro PP a semblé être pertinent au regard des besoins du groupe. En effet, ce léger « surcoût » s'est avéré raisonnable, en raison de la liberté accordée en matière de croissance externe : aucun covenant n'a été instauré dans la documentation obligataire.

Le recours à un Euro PP peut présenter également un autre intérêt par rapport à un emprunt bancaire classique qui s'accompagne souvent de sûretés consenties par l'entreprise. En effet, jusqu'à présent, le placement privé obligataire n'en faisait pas l'objet, sauf en de rares occasions. En revanche, le contrat de l'Euro PP était susceptible d'inclure des covenants. Toutefois, il convient de noter que de plus en plus de placements privés obligataires font l'objet d'un octroi de sûretés aux créanciers obligataires lorsque les créanciers bancaires bénéficient déjà de sûretés sur les actifs de l'entreprise.

2. Un allongement possible de la maturité de la dette

Le recours aux placements privés permet également aux entreprises d'améliorer significativement la maturité moyenne de leur dette. Si l'on se réfère à l'émission obligataire par placement privé du groupe Bonduelle, la rémunération accordée aux créanciers obligataires apparait plus élevée (coupon de 3,83%) qu'un crédit bancaire classique. Certes, cela a pour conséquence une augmentation du coût moyen de sa dette, mais les conditions accordées paraissent intéressantes : la maturité de la dette du groupe a fortement augmenté, passant de moins de 3,5 ans à 5,1 ans. De même, Neopost a subit un léger renchérissement du coût moyen de sa dette, mais sa maturité moyenne est passée de moins de 2 ans, à plus de 5 ans.

Comme le souligne Hervé Gay *(Société Général CIB, Deputy Head of Credit Research)*, l'intérêt de l'allongement de la maturité de la dette d'une entreprise dépend du contexte économique et financier. Ainsi, dans un environnement incertain, les entreprises peuvent rencontrer de façon temporaire des refus de financement, et il faut être capable de les supporter. Pour cela, les entreprises acceptent de se financer avec une rémunération certes plus élevée mais qui leur permet d'accroitre significativement la maturité de leur dette, dans le but de faire face à des situations compliquées, ou de disposer de liquidités dans le cas d'acquisitions futures. En ce sens, de nombreuses inquiétudes liées à la crise européenne du crédit sont apparues en 2012.

Comme nous le présenterons dans la partie III, les placements privés en euros ont une maturité supérieure à 5 ans, qui atteint régulièrement sept ans, et qui peut parfois perdurer pendant quatorze années[7].

3. Des conditions flexibles pour répondre aux besoins

a) Un étalement des maturités permettant d'éviter le risque de refinancement

Un autre avantage des placements privés en euros réside dans leur grande flexibilité. En effet, il est possible pour l'emprunteur de se financer en réalisant différentes tranches d'émission présentant des maturités différentes et donc des coupons différents. Ceci contribue à l'échelonnement des maturités de sa dette afin d'éviter un risque de refinancement. En d'autres termes, l'entreprise évitera de devoir faire face à « un mur de dette » trop important durant une unique année.

b) Un remboursement in fine pour préserver les cashflows

La flexibilité des Euro Placements Privés permet d'instaurer des remboursements in fine, c'est-à-dire remboursables au terme de la durée prévue. Ainsi, la dette n'a pas besoin d'être amortie, ce qui pèse moins sur les cashflows annuels des entreprises. En ce sens, la directrice financière d'Altrad, Isabelle Garcia a affirmé que le recours à un Euro PP avec un remboursement in fine lui a permis d'allouer entièrement ses cashflows au financement de son développement et non à l'amortissement de sa dette.

c) Une grande latitude dans la taille des émissions

Les Euros Placements Privés possèdent une grande flexibilité au niveau des montants levés. En principe, et c'est tout l'intérêt, il n'existe pas de seuil minimal ou maximal concernant la taille des émissions des placements privés en euros. Dès lors, depuis 2012 nous avons assisté à une grande diversité des sommes levées en fonction des besoins de financement de chacune des sociétés. A titre illustratif, depuis 2012, l'émission la plus faible est de 3,8m€ tandis que la plus importante s'élève à 507,5m€. La tranche qui représente le montant le plus élevé est de 380m€. Nous présenterons une analyse détaillée de ces données dans la partie III.

d) Un dialogue possible avec les investisseurs

Généralement, l'emprunteur choisi de se faire conseiller par un arrangeur afin de mener les négociations avec les investisseurs institutionnels, ainsi que la rédaction de la documentation ad hoc du placement privé en euros. Afin de mieux connaitre l'émetteur et pour analyser son risque de crédit, les investisseurs institutionnels étudient certes les présentations de la société mais

[7] Euro PP réalisé par Orpéa, en décembre 2012 d'un montant de 90m€ avec un coupon de 5,25%

surtout ils dialoguent directement avec les dirigeants de celle-ci. La direction de l'entreprise peut parfois opter pour la préparation de roadshows afin d'établir une véritable interaction avec les investisseurs potentiels.

En ce sens, l'entreprise Altrad, conseillée par la banque Natixis a réalisé plusieurs roadshows afin de répondre aux questions des investisseurs. D'après sa directrice financière, Isabelle Garcia, « leurs interrogations ont porté principalement sur les projets de développement de la société, ainsi que sur son activité ». Malgré le fait que l'exécution de roadshows nécessite du temps et des ressources, les émetteurs peuvent retirer un bénéfice conséquent, à l'image d'Altrad qui a réussi à rassurer les investisseurs institutionnels sur son modèle économique et a obtenu des modalités de financement meilleures que prévues : le coupon de son Euro PP s'est élevé à 4,4% alors qu'elle prévoyait auparavant une rémunération de 4,5%, et la maturité choisie par les investisseurs a été de sept ans, alors qu'elle espérait entre 5 à 7 ans. Au final, la société a réussi à faire baisser son spread, et à obtenir la maturité la plus élevée de sa fourchette préférentielle.

De même, la direction de la société Norbert Dentressangle a souhaité réaliser plusieurs jours de roadshow afin de dissiper les éventuelles inquiétudes des investisseurs institutionnels au sujet du secteur du transport routier. En effet, étant donné le redressement judiciaire de l'un des acteurs du secteur, Mory Ducros, l'entreprise a préféré mettre davantage l'accent sur son business model d'une entreprise de logistique afin de se démarquer auprès de ses interlocuteurs financiers.

e) Un recours possible aux covenants pour une meilleure gestion des coûts

Les sociétés émettrices, en plus de leur présentation et d'échanges avec les investisseurs, peuvent utiliser certaines clauses contractuelles, appelées les covenants, comme levier afin de parvenir à faire baisser le coût de leur financement.

A titre d'exemple, la société Ubisoft a réalisé deux placements privés en euros, le premier en décembre 2012 et le second en mai 2013 avec des coûts différents. En effet, le second Euro PP a fait l'objet de covenants (qui ont été fixés à un niveau identique à celui de son crédit bancaire), contrairement à son premier, afin de faire diminuer son coupon. En l'occurrence, il a atteint 3,038% contre précédemment 3,99%. Il convient toutefois de préciser qu'une partie de cet écart provient de la différence de maturité des deux émissions : le premier étant de 6 ans, alors que seulement 5 ans pour le deuxième. Ainsi, l'insertion de covenants dans un contrat d'Euro PP a pour conséquence une diminution du coût de l'ordre de 50 points de base pour l'entreprise émettrice, selon Clémence Berroeta *(CACIB, executive director in debt capital markets corporate origination)*.

4. L'Euro PP, alternative aux émissions obligataires publiques

Les Euro Placements Privés peuvent également être perçus comme une alternative aux émissions obligataires publiques pour deux types d'entreprises : celles n'ayant précédemment pas accès au marché public étant donné leur trop petite taille, et les sociétés ayant la possibilité d'y recourir mais optant finalement pour un placement privé obligataire.

a) Des barrières de taille et de notation moins contraignantes

Concernant les entreprises qui n'ont jamais eu accès au marché obligataire public, celles-ci voient les placements privés en euros comme une nouvelle possibilité de recourir aux financements désintermédiés.

La principale barrière à l'entrée sur le marché public obligataire correspond à la taille minimale du besoin de financement, qui lui-même va dépendre de la taille de la société émettrice. De plus, certaines ETI, malgré une taille importante, n'ont pas non plus accès au marché obligataire public, étant donné qu'elles sont ni cotées ni notées par les agences de notation.

Ainsi, on remarque que les PME et ETI d'une taille inférieure aux grandes entreprises cotées, mais d'un profil financier similaire parviennent de plus en plus à se financer grâce aux Euro Placements Privés. D'après les banquiers spécialistes, les premières ETI qui ont accédé à ce marché depuis 2012 possédaient un profil financier fondamental solide, équivalent au profil « investment grade » des grandes sociétés notées. C'est-à-dire qu'elles possédaient des ratios financiers de qualité, et un positionnement solide dans leur secteur d'activité.

b) Une documentation financière plus souple

Concernant les ETI ayant la possibilité de réaliser une émission obligataire publique, celles-ci peuvent préférer recourir à un placement privé en euros pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, le cadre souple de la documentation qui est non soumise aux autorités de marché, selon le format de l'Euro PP, leur évite de devoir trop divulguer des informations financières et stratégiques. De plus, la documentation peut être relativement proche de celle d'un crédit bancaire, ce qui facilite le travail rédactionnel.

A l'inverse, dans le cadre d'une émission obligataire publique, il est nécessaire de respecter certaines contraintes réglementaires puisque par définition, un appel public à l'épargne est engagé. Ainsi, l'émetteur doit se soumettre à certaines obligations d'information et de communication, comme la préparation et l'établissement d'un prospectus visé par le régulateur.

c) Eviter les contraintes relatives à la notation des agences

Le recours au marché des placements privés en euros apparaît comme une réelle opportunité pour de nombreuses entreprises, étant donné que le marché public obligataire possède certains inconvénients relatifs à l'obtention d'un rating par les agences de notation. Les entreprises émettrices sur le marché obligataire public soulignent souvent que le recours à une agence de notation entraîne de lourdes contraintes.

La principale contrainte réside dans le fait pour l'entreprise de devenir dépendante des avis et des notes produits par l'agence de notation qui la suit. En effet, le processus de notation peut se retourner contre l'émetteur lorsque l'agence décide de dégrader sa note. De plus, l'entreprise émettrice peut se sentir en permanence sous surveillance, ce qui peut avoir une incidence sur ses décisions stratégiques comme par exemple sa volonté de se développer (en ayant recours à l'endettement) puisque cela risquerait d'impacter significativement ses ratios et donc de dégrader sa notation financière. Pour décrire cette contrainte permanente, certains directeurs financiers affirment qu'ils ont l'impression « d'avoir une épée de Damoclès sur la tête ».

Un second inconvénient provient du coût plutôt élevé de recourir à un processus de notation par une agence (de l'ordre de 500k€ d'après le cabinet Bfinance) mais également des coûts importants induits par cette notation, notamment les frais des documentations juridiques et financières.

Enfin, il convient d'être également conscient que le recours aux émissions obligataires publiques nécessite la mise en place et le maintien régulier de véritables relations avec les investisseurs obligataires. Dès lors, l'émetteur est obligé d'engager des ressources humaines et financières afin de réaliser des roadshows, des conférences et d'informer régulièrement les investisseurs sur la situation économique et financière de sa société.

En ce sens, il nous ait apparu intéressant de voir des groupes comme Bolloré ou Néopost recourir aux Euro Placements Privés alors qu'ils ne sont pas suivis par les agences de notation ou bien de voir certains groupes décider de ne plus participer au processus de notation avec les agences et de recourir également à ce nouveau marché tels le groupe Rémy Cointreau qui a stoppé sa relation avec l'agence Fitch en août dernier. Plus généralement, les entreprises dont l'actionnariat est familial éprouvent encore des réticences pour recourir aux agences de notation et voient les Euro PP comme une véritable alternative aux émissions obligataires publiques.

5. L'opportunité de se faire connaître afin de préparer l'avenir

a) Se familiariser avec ce nouveau marché

Certaines entreprises ont souhaité recourir aux placements privés obligataires malgré le fait que ce soit encore un marché à ses débuts, afin de se familiariser avec ce marché naissant. En effet, ces sociétés pensent qu'il est important, d'une part de comprendre le fonctionnement des Euro Placements Privés, mais également de faire découvrir leur nom à une nouvelle catégorie d'investisseurs institutionnels européens et internationaux, non familiers des ETI.

En ce sens, Jean Jacques Jégou *(Zodiac Aerospace, Directeur financier)* a reconnu que sa société a réalisé un Euro PP en 2013 afin « d'être préparé à y recourir davantage dans les années à venir si le marché des placements privés en euros poursuit son développement actuel ».

Une émission inaugurale sur le marché des placements privés obligataires en euros peut également permettre à la société émettrice d'établir sa propre référence en termes de spread sur le marché des Euro PP. D'après Clémence Berroeta *(CACIB, executive director in debt capital markets corporate origination)*, les entreprises émettrices sécurisent leur financement pour les années à venir, étant donné que le coût de leur émission inaugurale est « gravé dans le marbre » notamment grâce à la documentation émise. Ainsi, les prochains placements privés de ces entreprises s'appuieront sur le précédent afin de faire l'objet d'un spread éventuellement plus réduit, si la confiance des investisseurs est préservée.

b) Recourir aux émissions obligataires publiques à moindre coût

D'autres entreprises ont préféré recourir au marché naissant des Euro PP afin de se financer par la suite sur le marché obligataire public. C'est par exemple le cas de la société Plastic Omnium qui a préféré débuter le processus de désintermédiation de sa dette par l'intermédiaire d'un Euro PP dès 2012 afin de familiariser les investisseurs institutionnels avec son nom. Son

directeur financier a reconnu que « l'ambition initiale du groupe était de recourir au marché obligataire public ».

Le recours à un Euro Placement Privé a eu des effets bénéfiques pour la société. En premier lieu, la préparation de la documentation de son émission publique a été facilitée par la documentation juridique de son placement privé obligataire. Par conséquent, le temps nécessaire à la finalisation de l'émission inaugurale a été réduit à six semaines. En second lieu, la société a bénéficié d'un coupon très bas, s'élevant à 2,875%, ce qui constitue le coût de financement le plus faible[8] pour une entreprise primo-émettrice sur le marché public français d'après la banque arrangeuse Deutsche Bank.

6. Un recours à taux fixe facilitant la couverture de taux

La désintermédiation de la dette des entreprises peut également avoir une conséquence sur la gestion de celle-ci pour ces sociétés. Tandis que les crédits bancaires accordés par les banques reposent sur une rémunération à taux variable, les placements privés obligataires financés par les investisseurs institutionnels font régulièrement l'objet quant à eux d'une rémunération à taux fixe. Par conséquent, les emprunteurs recourant aux Euro PP n'ont pas besoin de se couvrir contre le risque de taux. Cet élément est encore plus apprécié par les directeurs financiers de ces sociétés en raison de l'environnement actuel des marchés : comme les taux sont bas, ils risqueraient de ré-augmenter.

[8] Avant la récente émission obligataire publique de Vilmorin & Cie datant de juin 2014

II. Des conditions favorables au développement des Euro PP

Il s'agit dans cette partie de détailler davantage les facteurs notamment structurels, économiques et règlementaires qui, selon nous, pourraient contribuer au développement du marché des Euro Placements Privés. Dans ce but, nous avons approfondi les recherches et enrichi les arguments issus d'un précédent mémoire que nous avons effectué.[9]

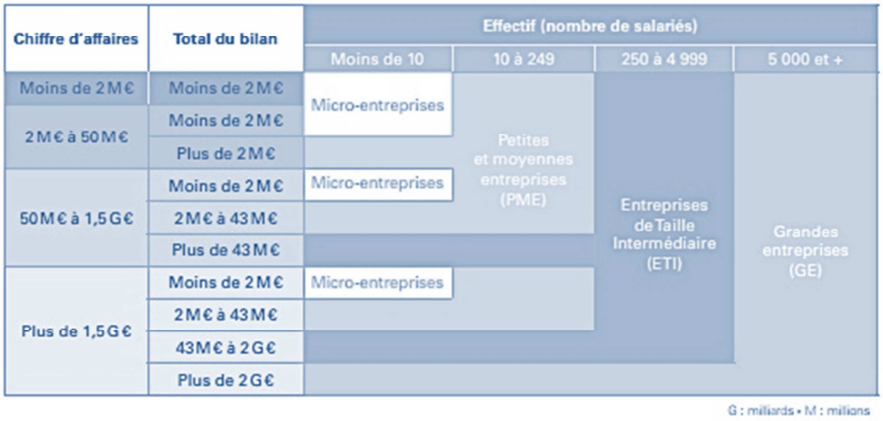
A. Un besoin de financement pour les ETI/PME

1. Un besoin de financement lié au cycle de vie de l'entreprise

a) Panorama des PME et ETI en France ou Europe

Le décret d'application de la Loi de Modernisation de l'Economie (LME) du 18 décembre 2008 a permis de mieux définir et comprendre la classification des entreprises que nous allons étudier, à savoir les PME, ainsi que les ETI.

Critères de définition des ETI selon la Loi de Modernisation de l'Economie



Les PME (hors micro-entreprises), au nombre de 131 000, sont définies comme étant les entreprises constituées de moins de 250 salariés et ayant soit un chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros, soit un bilan inférieur à 43 millions d'euros. Les ETI sont celles qui rassemblent moins de 5 000 salariés et possèdent soit un chiffre d'affaires inférieur à 1,5 milliard d'euros, soit un bilan inférieur à 2 milliards d'euros.

En 2013, BPI France recensait près de 4 600 ETI[10], soit 4,9 % du total des entreprises en France. Les ETI représentent 23 % de l'emploi salarié, 25 % de la valeur ajoutée et 33 % des exportations de la France.
L'enjeu est d'autant plus crucial que les PME et ETI réalisent un chiffre d'affaires cumulé supérieur à 200Mds€, ce qui représente 10% du PIB français.
Le soutien au développement des ETI est ainsi essentiel afin de contribuer à développer l'ensemble de l'économie française, la croissance et l'emploi.

Nous devons toutefois nuancer ce constat en notant qu'une entreprise peut entrer dans la catégorie des ETI en satisfaisant au moins deux des trois critères indiqués dans le tableau précédent (effectif, chiffre d'affaires, total du bilan). De ce fait, une entreprise avec moins de 250 salariés serait considérée comme une ETI, dès lors qu'elle respecte les deux autres critères. La

[9] « Les Euro Placements Privés vont-ils être une réelle aide au financement des PME/ETI ? » - Mémoire de Kevin PAPELARD - 2013
[10] Rapport sur l'évolution des PME – Edition 2013 – BPI France

conséquence en est qu'il existe une grande volatilité au sein de cette catégorie : entre 2003 et 2011, près de 3500 ETI sont entrées et sorties de cette catégorie.
Ainsi, le profil des ETI que nous pouvons considérer comme le « noyau dur » de cette catégorie, soit celles qui sont récurrentes, est celui d'entreprises de taille moyenne avec un effectif moyen de 615 salariés. Elles représentent 60% de la catégorie des ETI.
Les secteurs les plus représentés parmi cette population sont ceux de l'immobilier, de la location et des services aux entreprises (31 %), de l'industrie manufacturière (29 %) et du commerce comprenant les réparations automobiles les articles domestiques (21 %).[11]

En conclusion, ce panorama nous permet avant tout de constater que malgré les volontés politiques de contribuer à faire grandir cette catégorie d'entreprise, il y a eu très peu de résultats depuis sa création en 2008. En effet, de nombreuses entreprises classées comme des ETI et qui viennent gonfler le nombre d'ETI ne le sont pas en réalité. Ce sont des ETI non récurrentes qui satisfont ponctuellement deux des trois critères caractéristiques d'une ETI et qui sont ponctuellement caractérisées comme tel.

b) Des solutions de financement accessibles aux PME et ETI

Ces entreprises, tout comme les grands groupes, ont un besoin continu de financement de moyen et long terme afin de se développer par croissance organique en réalisant des investissements, en innovant, ou en ayant recours à la croissance externe par l'intermédiaire d'acquisitions ciblées. De plus, lorsque leurs financements arrivent à échéance, elles sont dans l'obligation de se refinancer, chose qui n'est pas toujours aisée.

Le tableau ci-dessous permet d'avoir un aperçu de la palette des sources de financements auxquelles les entreprises peuvent avoir accès en fonction de leurs tailles.

Catégorie d'entreprise	Montant du financement nécessaire	Solution de financement accessible
Grandes ETI	>100M€	Placements privés (base obligataire et prêts) ou possibilité d'un financement obligataire public pour les besoins > 250M€, dette bancaire
ETI et grandes PME	20M€-100M€	Placements privés (base obligataire et prêts) ou financement obligataire public (IBO), dette bancaire
PME	3-20M€	Financement obligataire public (IBO) et/ou émissions obligataires mutualisées, dette bancaire
Petites PME	<3M€	Dette bancaire, prêts participatifs…

Théoriquement, notons ainsi qu'au-delà d'un besoin de financement de 20M€, le marché des Euro PP peut être considéré comme une alternative possible au financement bancaire ou obligataire public.

[11] « Les ETI, leviers de la croissance en France » - Etude ASMEP - KPMG

c) Une reprise des opérations de croissance externe favorable aux Euro PP

Comme nous l'aborderons ultérieurement, le recours aux obligations High Yield dans le cadre du financement des entreprises pour leurs opérations de croissance externe est en pleine croissance depuis ces deux dernières années. Ceci est en lien avec la reprise des opérations de croissance externe : l'indice Argos Soditic Mid-Market a indiqué une forte hausse en 2013 (+12%), tirée par les acquéreurs industriels, ce qui est le signe d'un retour progressif de l'activité M&A.[12]

Nous pouvons par exemple citer la dernière opération de croissance externe en date : celle de Norbert Dentressangle. Le transporteur français, a acquis en Août 2014 l'américain Jacobson auprès d'un fonds d'investissement pour une somme de 750 millions de dollars. Cette acquisition a été financée en partie par un placement privé. De la même façon, un an après avoir levé 135M€ via un Euro Placement Privé, Altran Technolgies a souhaité profiter des conditions d'emprunts attractive à fin juillet 2014 afin de procéder à une nouvelle levée d'un montant de 85M€ dans le but de financer ses projets de croissance externe.

Nous pouvons d'ores et déjà constater que la reprise de la croissance en volume des opérations de M&A va également être très favorable à la poursuite du développement des Euro PP.

2. Des difficultés de financement liées au marché obligataire

Face aux besoins de financement, une dichotomie s'est observée récemment entre les grands groupes et les PME ou ETI. En effet, les grands groupes ont bénéficié d'un large accès au marché obligataire qui leur a permis de se financer à des taux avantageux.

Le marché obligataire public s'est fortement développé ces dernières années puisque les émissions des entreprises notées « Investment Grade[13] » et les émissions des obligations High Yield ont plus que doublé entre 2011 et 2013 pour atteindre respectivement un volume de 210Mds€ et 66Mds€ en 2013.

Volume d'émission (Mds€)	2010	2011	2012	2013
Investment Grade	110	90	188	210
High Yield	42	31	32	66

Source : SG Credit Research

Toutefois, le marché obligataire public est resté inaccessible aux entités de moyenne taille. En effet, le montant minimum d'une émission obligataire publique, est estimé entre 150 à 200M€ par les professionnels du secteur. Or, les petites et moyennes entreprises possèdent des besoins de financement largement inférieurs à ces montants, comme nous l'avons vu précédemment.
Dans la plupart des cas, si une PME ou ETI parvenait à émettre une telle émission obligataire, cela représenterait une part significative de sa dette totale. De plus, le coût d'éligibilité à une notation par une agence spécialisée s'avère très élevé, et d'autant plus au regard des moyens financiers d'une PME ou d'une ETI.

[12] L'indice Argos-Soditic mesure l'évolution des valorisations des ETI et s'accompagne d'une étude sur l'évolution du marché des fusions-acquisitions midcaps.
[13]Les investment grade représentent les notations des agences de situées entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's. Ils correspondent à un niveau de risque faible (Vernimmen)

Enfin, les ratings établis par les agences de notation reposent sur une méthodologie conçue pour les grandes entreprises cotées, ce qui s'avérerait être très contraignant pour les entreprises de taille inférieure. Clémence Berroeta (*CACIB, Executive director in DCM corporate origination)* affirme ainsi que « beaucoup d'entreprises de taille intermédiaire n'ont pas intérêt à se faire noter ».

Notons toutefois que S&P a développé depuis mi-2013 un service de « Mid-Market Evaluation » ayant pour but d'évaluer les ETI en Europe pour leur faciliter l'accès aux sources de financement alternatif dans un contexte de resserrement du crédit bancaire. De plus, depuis début 2014, deux nouveaux projets d'agences de notation spécialisées dans les PME et les ETI (et qui feront concurrence aux grandes agences de notation) sont en voie d'obtenir un agrément de l'ESMA, le régulateur européen chargé des agences de notation. Il s'agit de projets qui sont cependant à leurs prémices pour le moment. [14]

En conclusion, nous pouvons constater qu'en ayant un accès plus que limité au marché obligataire, les PME et ETI se sont toujours financées principalement par le crédit bancaire pour répondre à leurs besoins de financement, contrairement aux Etats Unis où le financement est largement désintermédié.

3. Des difficultés de financement liées au resserrement du crédit bancaire

a) Une trop forte dépendance aux crédits

D'après un rapport de la Cour des Comptes[15], il apparait que ce sont les PME et ETI qui ont principalement recours au crédit bancaire. En effet, 72% des lignes de crédit bancaire accordées leur étaient destinées, avec des conditions moins favorables à celles des grands groupes (des taux comprenant 150 à 200 points de base supplémentaires[16]).

En d'autres termes, on peut souligner le fait que les crédits bancaires des PME représentent 97% de leur dette financière, 81% pour les ETI, contre seulement 36% pour les grands groupes[17]. Dès lors, en étant trop dépendantes des financements bancaires, les PME et ETI sont davantage exposées à un éventuel renchérissement ou une raréfaction des crédits bancaires.

b) Des conditions d'octroi de crédit encore acceptables

Il convient toutefois de modérer les difficultés d'accès au crédit pour les PME, étant donné l'existence d'analyses assez récentes de la Banque de France[18] et de la BCE visant à démontrer un faible rationnement du crédit entre 2004 et 2010. Par ailleurs, selon la Banque de France, en juin 2014, « les encours de crédits mobilisés ont augmenté de 1 % sur un an et atteignent 689,8 milliards d'euros pour l'ensemble des PME, ETI et grandes entreprises ». Si nous nous focalisons sur les seules populations des PME, les encours ont même augmenté de 1,7% sur un an.[19]

[14] « Agences de notation : deux nouveaux projets français » - Les Echos – Avril 2014
[15] Rapport de la Cour des comptes : L'Etat et le financement de l'économie
[16] Selon la Banque de France
[17] Etude de l'AFME (Association for Financial Markets in Europe)
[18] « La crise a t'elle induit un rationnement du crédit aux PME ? » 2011, E.Kremp et P. Sevestre
[19] Stats Info – Les crédits aux entreprises (encours) en France – Juin 2014

Toutefois, la mise en œuvre des nouvelles règles prudentielles de Bâle III pourrait avoir des répercussions sur l'accès aux financements bancaires des PME et ETI.

4. L'impact des réformes règlementaires Bâle III

La réforme dite de « Bâle III », qui constitue la réponse du Comité de Bâle à la crise financière, vise avant tout à :

- « conforter le niveau et améliorer la qualité des fonds propres » ;
- « instaurer un ratio de levier »;
- « améliorer la gestion du risque de liquidité par la création de deux ratios de liquidité (ratio de liquidité à un mois « Liquidity Coverage Ratio » et ratio de liquidité à un an « Net Stable Funding Ratio ») »
- « renforcer les exigences prudentielles concernant le risque de contrepartie. »[20]

Or, il est à craindre que les effets cumulés des normes de solvabilité et de liquidité de Bâle III que nous allons présenter risquent probablement d'amener à une contraction de l'offre de crédit bancaire à long terme. Compte tenu de l'importance de cette source de financement qui représente près de 75% en zone euro versus les modes de financement alternatifs (émission obligataires, placement privés…), cela pourrait s'avérer néfaste pour l'économie européenne.

a) Des ratios prudentiels susceptibles d'engendrer raréfaction ou renchérissement du crédit

La réglementation de Bâle III, relative au renforcement des fonds propres des banques, vise à mettre en place de nouvelles exigences en matière de solvabilité et de liquidité afin de renforcer leur résistance face à d'éventuels chocs systémiques.

Le ratio LCR[21] (Liquidity Coverage Ratio) fixe le niveau des actifs liquides facilement négociables que les banques doivent détenir afin de faire face à un scénario exceptionnel de court terme (estimé à trente jours). A moyen et long terme, le ratio NSFR (Net Stable Funding Ratio) vise à assurer une analogie entre les échéances des passifs et des actifs, en incitant les banques à recourir à davantage de ressources longues pour financer des prêts longs.

D'après l'étude[22] d'Asmus Angelkort et Alexander Stuwe, dans le but de respecter ces nouveaux ratios prudentiels, les banques devraient augmenter leurs fonds propres de près d'un tiers (à hauteur de 8% au lieu de 6% précédemment) afin de maintenir le même niveau de crédits aux PME.
Ainsi, de nombreux professionnels envisagent que le rôle de transformation des banques soit réduit, tout comme la taille de leur bilan, ainsi que le volume et les conditions d'octroi de crédits accordés aux entreprises.
Les analystes prévoient aussi une réduction de la maturité des crédits afin que les banques puissent améliorer leurs ratios de liquidités et également une plus grande sélectivité des entreprises ayant droit à un crédit bancaire.
De surcroît, le coût des crédits bancaires accordés aux PME et ETI, historiquement faible puisque subventionné par d'autres activités de la banque universelle, serait également susceptible d'augmenter afin de faire face aux exigences accrues en matière de capital.

[20] Source : Banque de France
[21] Le régulateur a consenti un aménagement sur ce ratio, en début d'année 2013
[22] « Basel III and SME Financing », Friedrich-Ebert-Stiftung Zentrale Aufgaben, 2011

Enfin, les banques devront revoir leur positionnement stratégique, ainsi que leur business-model afin de respecter ces nouvelles contraintes réglementaires. En cela, elles s'orientent davantage vers un modèle « originate to distribute[23]» qui consiste à participer au financement des entreprises, non plus en mobilisant leur bilan, mais en jouant le rôle de d'arrangeur des opérations. Il s'agit d'un point que nous allons davantage développer ultérieurement.

b) La désintermédiation : une tendance de fond pour les émetteurs

Comme nous l'avons vu, la mise en place de Bâle III risque de rendre l'offre de crédit aux entreprises beaucoup moins favorable qu'auparavant. Le recours aux financements alternatifs semble être un enjeu crucial pour les entreprises européennes, qui se finançaient (avant 2009) à hauteur de 80% via le crédit bancaire.
Une tendance à la désintermédiation progressive des sources de financement des entreprises est observée depuis ces dernières années puisque la proportion du financement intermédié est passée de 80% à 75% entre 2009 et 2012. Par exemple, entre juin 2012 et juin 2013, les émissions obligataires et placements privés ont crû de 4% tandis que l'encours net de crédit bancaire a baissé de 1%.

Selon les spécialistes[24], la baisse de la part du financement bancaire dans l'économie européenne est bien engagée. Néanmoins, le financement bancaire continuera à représenter une part importante. Le nouvel équilibre pourrait s'orienter vers 60% de financement bancaire et 40% de financements alternatifs.

En conclusion, dans un contexte de taux bas et à l'heure où les nouvelles contraintes règlementaires pénalisent les financements bancaires, le développement des placements privés s'intègre parfaitement dans cette évolution nécessaire vers un mode de financement plus désintermédié.

B. Un besoin d'investir dans de nouvelles classes d'actifs

1. La typologie des investisseurs et la venue de nouveaux acteurs institutionnels

L'univers des investisseurs institutionnels est vaste. Elle inclut les assureurs, les institutions publiques, les groupes de protection sociale, les caisses de retraite, les mutuelles, les « corporates », les fondations et les fonds de dotation.
Ces derniers gèrent actuellement plus de 2 500 milliards d'euros et sont soumis à des règles de gestion très diversifiées. Il existe en effet plus d'une douzaine de règlementations différentes. La principale est néanmoins celle du Code des assurances.

Les investisseurs individuels s'intéressent de plus en plus aux placements privés qui leur permettent de diversifier leurs portefeuilles tout en offrant des rendements attractifs (200 à 250pb au-dessus de l'OAT). Nous pouvons prendre comme exemple Crédit Agricole Assurances qui a réalisé depuis 2012 un tiers de ses investissements (représentant environ 1Mds€) sous forme d'obligations via les Euro PP.

[23] La banque continue « d'originer » le crédit, qui est financé par un investisseur institutionnel
[24] « Financement en dette des PME-ETI » - Europlace – Mars 2014

Un autre exemple peut aussi être intéressant : l'assureur Generali a récemment décidé de se lancer dans le prêt aux entreprises en ciblant des entreprises de taille moyenne pour des prêts d'une maturité de 3 à 7 ans.

De nouveaux acteurs institutionnels ont également fait leur entrée. Au cours des deux dernières années, les acteurs issus du capital-investissement ou les grandes maisons de gestion se sont peu à peu équipés afin de pouvoir investir dans les PME et ETI.
Ces nouveaux acteurs disposent de grands atouts : des équipes d'analystes habituées à étudier des sociétés non cotées et disposant de méthodes de due diligences bien rodées. Ces derniers peuvent intervenir dans le cadre de prise de participations, d'émissions de dettes privées ou d'émissions obligataires.

Nous pouvons prendre comme exemple Delta AM, société de gestion spécialisée sur la dette qui a lancé en Août 2013 « Delta bond plus », un fonds destiné à investir en obligations privées émises par les PME-ETI françaises. Ce fond adopte un processus de gestion inspiré du capital-investissement, tout en l'adaptant à la gestion obligataire.

2. L'impact de Solvency II chez les assureurs

Comme nous venons de le souligner, les PME et ETI vont devoir développer de nouvelles solutions de financement et avoir recours de façon accrue à la désintermédiation. Or, la contraction des bilans bancaires constitue une réelle opportunité pour les investisseurs institutionnels de financer d'avantage l'économie réelle, en se substituant partiellement aux banques. Cela pourrait permettre aux entreprises Midcaps de répondre à leurs besoins de financement, en s'appuyant sur l'arrivée des investisseurs institutionnels.

A l'heure actuelle, de nombreuses réflexions subsistent quant à l'implémentation future des règles prudentielles Solvency II en 2016. Bien qu'aucune loi ne soit encore actée, ces nouvelles contraintes auront pour conséquence une remise en cause des stratégies d'investissement des investisseurs institutionnels. Cela se traduit d'ores et déjà par une modification de l'allocation de leur portefeuille d'actifs. De plus, la conjoncture économique actuelle les incite à rechercher de nouveaux actifs ayant des rémunérations suffisamment élevées pour leur permettre de compenser la baisse des rendements offerts aux particuliers.

a) Un coût en capital fonction du risque

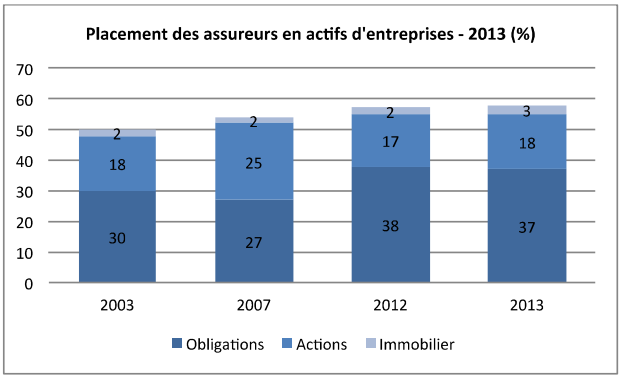
Les règles prudentielles relatives à Solvabilité 2 ont pour objectif d'établir une hiérarchie des différentes classes d'actifs par rapport à leur niveau de risque. Ainsi, le monétaire parait moins risqué que l'obligataire, qui l'est également moins que les actions. Cette logique de hiérarchie est reconduite dans chaque classe d'actifs. Par exemple, il sera considéré que les obligations des Etats occidentaux sont en général moins risquées que les obligations d'entreprises, qui elles-mêmes sont divisées selon leur risque : obligation investment grade, puis High Yield.
Dès lors, le niveau de capital exigé est déterminé par cette hiérarchie des risques. L'objectif étant d'exiger davantage de fonds propres pour les actifs jugés risqués, comme le démontre le tableau ci-dessous concernant les obligations d'entreprises. On peut souligner également le fait que le non-noté exige un niveau de fonds propres tout à fait acceptable au regard de celui exigé pour la notation « investment grade » BBB.

Notation financière	Coût en capital fixé par Solvency II
AAA	0,9%
AA	1,1%
A	1,4%
BBB	2,5%
Non noté	3,0%
BB	4,5%
B ou moins	7,5%

Source : Fédéris Gestion d'actifs

b) La recherche d'actifs moins risqués que les actions

L'anticipation de ces nouvelles règles prudentielles a déjà contraint de nombreux investisseurs institutionnels à modifier la composition de leurs portefeuilles. Ils n'ont pas eu d'autres choix que de réduire la part des actifs les plus risqués comme les actions.
Ainsi, la part des actifs moins risqués et donc moins coûteux en fonds propres, comme par exemple les obligations, a été nettement renforcée au sein des portefeuilles des investisseurs. Le graphique ci-dessous illustre l'augmentation de la part des investissements en obligations d'entreprises, contrairement à celle des actions entre 2003 et 2013.
En effet, entre 2003 et 2013, la part des actifs d'entreprises dans les placements des assureurs est passée de 50% à 58%. À fin 2013, les sommes investies dans les entreprises représentaient un montant de 1 151 milliards d'euros. De plus, cette hausse est principalement le fait des placements dans la catégorie des obligations d'entreprises, car sa proportion est passée de 30% en 2003 à 37% en 2013.
Enfin, notons que les assureurs ont en particulier investi 46,6 milliards d'euros dans les PME et les ETI à fin 2013.[25]



Source : FFSA

c) La recherche d'actifs mieux rémunérés que les obligations souveraines

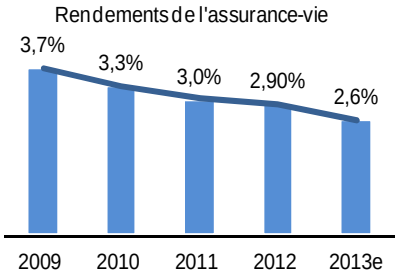
Parallèlement à cette volonté d'investir dans des actifs de qualité et moins risqués, les investisseurs institutionnels recherchent aussi des actifs ayant des rendements attrayants. Nous retrouvons le couple traditionnel risque-rentabilité.

Il est utile de rappeler que les actifs obligataires souverains ont jusqu'à présent toujours été privilégiés au sein des portefeuilles obligataires. Mais la récente crise de la dette souveraine dans la zone euro et la faiblesse des taux d'intérêt à long terme initiée par les banques centrales, ont conduit à une forte augmentation des risques des obligations de certains pays d'Europe (ceux perçus en forte difficulté tels le Portugal, l'Espagne, et l'Italie) et à une baisse des

[25] FFSA : Fédération Française des Sociétés d'Assurances

rendements des obligations des Etat perçus comme les plus sûrs (par exemple l'Allemagne et la France).

D'après le graphique ci-contre[26], on constate la tendance baissière des rendements de l'assurance-vie depuis 2009. En 2013, les compagnies d'assurance-vie ont offert un rendement moyen de 2,6%.



Afin de maintenir leurs taux de rémunération et face à des taux longs au plus bas et qui le resteront, ces investisseurs sont obligés de rechercher du rendement hors des obligations d'Etats rémunérées à environ 1,5% à mi-2014. Dans ce cadre, les placements privés offrant un rendement moyen de 200 à 250 bp au-dessus de l'OAT paraissent être une solution optimale de diversification du portefeuille des investisseurs institutionnels.
Par exemple, l'assureur Allianz a investi l'an dernier « 40 millions dans le fonds de prêts Novo et souscrit 57 millions de placements privés en 2014 ». [27]
Ainsi, le développement récent du marché des placements privés obligataires en euros est une bonne illustration de la volonté des investisseurs institutionnels de réorienter davantage leurs portefeuilles vers le crédit obligataire d'entreprises.

Dès lors, les investisseurs institutionnels et notamment les assureurs vont constituer une réelle opportunité de développement des placements privés obligataires pour les ETI et les PME afin de répondre partiellement à leurs besoins de financement.

C. Le nouveau rôle des banques comme intermédiaires

1. Le revirement stratégique des banques vers une position d'intermédiaire

a) Le rapprochement banques – investisseurs institutionnels

Sous l'effet des nouvelles normes règlementaires Bâle III présentées précédemment, nous observons auprès des banques une évolution du modèle « originate to hold » à un modèle « originate to distribute », ce qui conduit à renforcer le phénomène de désintermédiation financière.
Toutefois, nous pensons que les banques ont un véritable rôle à jouer dans le développement du marché des Euro PP.

En effet, dans le cadre du modèle « originate to hold », les banques européennes avaient pour habitude de fournir des financements qu'elles gardaient au sein de leurs bilans jusqu'à l'échéance.
Contrairement à ce type de gestion, dans le cadre du modèle « originate to distribute », les banques ont avant tout pour objectif de prendre une part plus importante à l'origination des opérations via un rôle d'arrangeur.

Pour les banques, le rôle d'arrangeur consiste à offrir une solution globale de financement de la croissance d'une société, en se faisant accompagner de partenaires créanciers tels que les fonds d'investissement et les sociétés d'assurance, et au final, à diminuer la taille du ticket investi.

[26] FFSA (Fédération Française des Sociétés d'Assurances)
[27] « Allianz France diversifie avec prudence ses placements » - L'AGEFI Quotidien – Juillet 2014

Les banques préfèrent désormais « originer » plus d'émissions obligataires pour lesquelles elles perçoivent des commissions et avoir de moins en moins recours aux ressources bilancielles dans le but de satisfaire les normes de Bâle III tout en améliorant leur retour sur fonds propres.

Or, nous constatons que le développement du marché des placements privés en euros, passe nécessairement par le financement du tissu économique par les investisseurs institutionnels, qui devront jouer le rôle « d'investisseurs de long-terme » comme le mentionne Bernard Spitz.[28]

Dans ce cadre, les banques semblent posséder des compétences leur permettant de devenir des intermédiaires à forte valeur ajoutée. En effet, elles peuvent s'appuyer sur leur base de clientèle, leur expertise en analyse crédit, et leur capacité à originer et structurer des opérations de financement. Une certaine complémentarité parait donc être possible entre des banques positionnées de plus en plus sur un modèle « originate to distribute » et des investisseurs institutionnels développant un modèle « invest to lend ».

En ce sens, Sophie Javary *(Professeur de finance à HEC)* souligne que « certes, on parle de désintermédiation, mais les banques ont réellement un rôle majeur d'intermédiaire dans cette diffusion des financements auprès des investisseurs, parce que sans ce relais, les PME n'y auront pas accès. ».

b) Des partenariats inédits

Depuis 2012, dans le cadre du développement du marché des placements privés, de nombreux partenariats banques-institutionnels ont été mis en place. Nous avons déjà cité les partenariats banques-sociétés d'assurances (CA-CIB/Axa, Société Générale/Axa, BNP Paribas/Cardif, HSBC/Amundi) ou bien la création de fonds d'Euro PP au format « prêt » (Amundi, Lyxor, etc.).

Par exemple, le groupe Axa a été le principal acteur de ce type de relations, nouant des partenariats avec la Société Générale en août 2012, puis avec le Crédit Agricole en octobre 2012. Il est également partenaire de deux banques étrangères : Commerzbank et ING. Ces partenariats illustrent la volonté de diversifier les investissements du groupe, en complétant le financement des banques à destination des PME et ETI. Concrètement, le partenariat avec la Société Générale s'est matérialisé pour la première fois par la réalisation d'un placement privée obligataire (de format prêt) pour le compte de Sonepar, tandis que celui avec le Crédit Agricole a permis l'élaboration d'un Euro PP pour le groupe Neopost.

Le principal avantage de ces partenariats pour les investisseurs institutionnels réside dans l'alignement des intérêts des deux parties. En effet, l'assureur Axa finance certes 80% du montant du placement privé, mais la banque partenaire participe tout de même au financement à hauteur de 20% du montant.
Ceci garantit donc à l'assureur une plus grande sécurité et apparait comme un gage de confiance dans les choix d'origination des dossiers de la banque partenaire, puisque celle-ci investit aussi dans la société émettrice.

Ce partenariat possède d'autres intérêts pour les investisseurs institutionnels. L'assureur n'étant pas habitué à accorder des crédits aux entreprises non notées, il bénéficie de l'expérience de la banque partenaire qui joue un rôle prépondérant dans l'élaboration du montage de l'Euro PP. De

[28]Président de la Fédération Française des Sociétés d'Assurances

plus, il peut s'appuyer sur la banque partenaire afin d'accéder à des informations concernant les émetteurs. Guy Silvestre *(Société Générale MCIB, Responsable global capital markets*) a affirmé « qu'un accord de confidentialité a été établit entre Axa et SGCIB, afin que la banque partage des informations financières et historiques de l'émetteur après autorisation de celui-ci ».

Cette coopération apparait également être dans l'intérêt des banques, qui s'appuient sur le financement des investisseurs institutionnels dans leur offre aux PME et ETI.

2. L'arrivée de nouveaux concurrents aux banques

Comme il existe des partenariats entre banques et investisseurs institutionnels, d'autres partenariats ont également vu le jour chez les nouveaux concurrents des banques sur le marché obligataire des Euro PP : les courtiers.
Nous pouvons citer celui entre la société de courtage Kepler et Fédéris Gestion d'Actifs, la filiale du groupe Malakoff Médéric. Ainsi, le fonds « Fédéris Core Euro Crédit 2018 » a été créé afin de participer au financement des PME en souscrivant à leurs placements privés obligataires. En 2013, ce fonds a participé à plus de quinze Euro PP (Orpéa, Fromageries Bel, Plastic Omnium etc.). Le succès est tel que la société a créé un autre « millésime » en 2014 : le fonds « Fédéris Core Euro Crédit 2019 ». A mi-2014, ce nouveau fonds a d'ores et déjà investi dans une dizaine d'Euro PP.

D'autres courtiers se sont également lancés sur le créneau des placements privés, comme par exemple le courtier Compagnie Financière Jacques Cœur qui a très récemment participé à l'Euro Placement Privé de la société foncière SCBSM[29].

Nous pouvons ainsi constater que le marché des placements privé est en plein développement et attire de nouveaux concurrents aux banques de financement et d'investissement qui jouaient jusqu'à lors le rôle de pionnières. Par exemple, la Société Générale, très active sur le marché des Euro placements privés, a constaté une perte de parts de marché entre 2012 et 2013 : selon cette dernière, sa part de marché est passé de 40% à seulement 25% en une année.

[29]Une émission obligataire de 23M€ en juillet 2014

III. Recherches et études empiriques

A. Le marché High Yield à ses débuts, similaire à celui des Euro PP

L'étude empirique suivante a pour objectif de mieux comprendre les principales caractéristiques du High Yield, de chercher à davantage connaître les divers événements et crises qu'a connus cette classe d'actif au cours de son existence. Il s'agira ensuite d'en tirer des conclusions sur l'avenir des Euro PP et les menaces qui pourraient éventuellement l'affecter, étant donné que cette classe d'actif possède de nombreux points communs avec les émissions High Yield.

1. Présentation générale du marché High Yield

a) Définition

Les obligations à haut rendement ou « High Yield » correspondent à des dettes obligataires émises par des entreprises privées auprès d'investisseurs institutionnels sur le marché des capitaux. Contrairement à la dette « investment grade », l'autre segment de la dette obligataire dite « corporate » concernant des émetteurs dont les notes sont comprises entre AAA et BBB, les obligations High Yield sont émises par des emprunteurs avec une notation inférieure à BBB, donc de qualité crédit inférieure.

Standard &Poor's	Moody's	Définition
"Investment Grade"		
AAA	Aaa	Meilleure qualité, risque le plus faible; émetteurs exceptionnellement stables et fiables
AA	Aa	Haute qualité, avec un léger surplus de risque à long terme
A	A	Qualité haute/moyenne, bénéficiant de nombreux atouts ; mais vulnérable à des changements d'environnement économique
BBB	Baa	Qualité moyenne, actuellement convenable mais sujette à des incertitudes à long terme
"Haut rendement" ou "High Yield"		
BB	Ba	Des facteurs spéculatifs, avec un degré de sécurité modéré
B	B	Capacité de remboursement actuelle, mais risque de défaut dans le futur
CCC	Caa	Qualité faible, risque de défaut mis en évidence
CC	Ca	Qualité hautement spéculative et défauts fréquents
C	C	Plus bas niveau de qualité, avec des perspectives négatives de remboursement
D	/	Défaut

Source : « Allianz Euro High Yield : une alternative aux actions ? » - Février 2013

Aujourd'hui, la dette obligataire des grands groupes est composée en moyenne à 40% d'obligations à haut rendement.
Il s'agit donc d'un marché qui répond aux besoins de financement d'une grande partie des entreprises financièrement plus fragiles que celles considérées comme « investment grade ». Néanmoins, ce marché est surtout ouvert aux grandes ETI et grandes entreprises et non aux PME et ETI plus petites car il existe une contrainte de taille minimum d'émission (de 200M€ à 250M€) pour intéresser le marché. Par ailleurs, le processus de levée de dette est assez lourd : la dette obligataire est sujette à une notation, des « roadshows » auprès de multiples investisseurs, le tout combiné à un certain temps de mise en place.

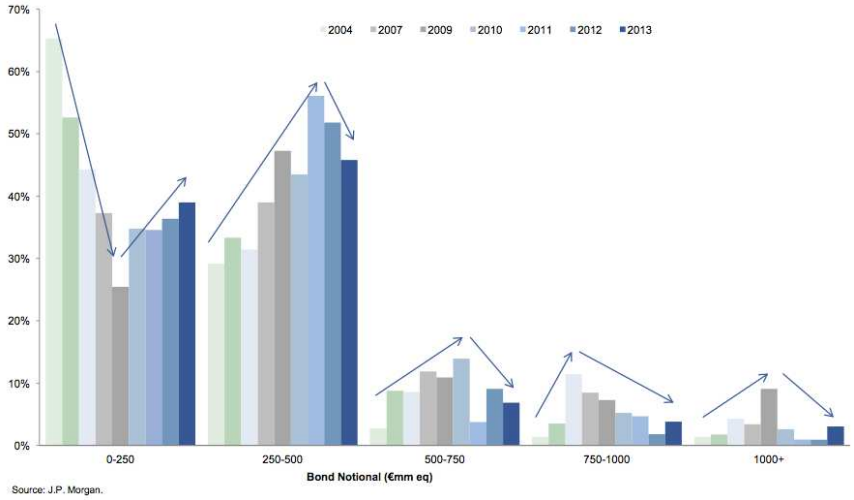
b) Une volatilité liée à la solvabilité de l'entreprise émettrice

Une obligation High Yield est par nature plus volatile qu'une obligation « investment grade ». Toutes choses égales par ailleurs, une obligation High Yield est plus sensible à la solvabilité de l'entreprise émettrice. Elle est en revanche moins sensible à une variation du taux long que les obligations investment grade. En effet, son cours dépend moins des taux directeurs, de l'inflation, de l'activité économique que de la solvabilité de l'emprunteur.
Par exemple, une dégradation de la solvabilité de l'emprunteur provoque la hausse du différentiel de taux, donc entraine une hausse du taux global et inéluctablement une baisse de la valeur de l'obligation.
Ainsi, elle est plus volatile puisque la solvabilité d'une entreprise est en principe davantage vouée à varier et est plus incertain que celle d'un Etat.

c) Un défaut de liquidité caractéristique du HY

Une obligation High Yield est un actif qui est potentiellement illiquide. Le risque de ce marché est que la liquidité disparaisse complètement en cas de choc sur le marché des crédits. En effet, au cours d'un cycle économique et boursier, lorsque les conditions sont favorables, les obligations High Yield permettent d'offrir un rendement obligataire élevé pour un risque de crédit acceptable. En revanche, lorsque la conjoncture et le risque de crédit se dégradent, les obligations High Yield deviennent le segment le plus exposé, le plus volatile et le plus risqué de la classe obligataire. Les investisseurs désertent alors progressivement le marché, ce qui le rend d'autant plus illiquide.

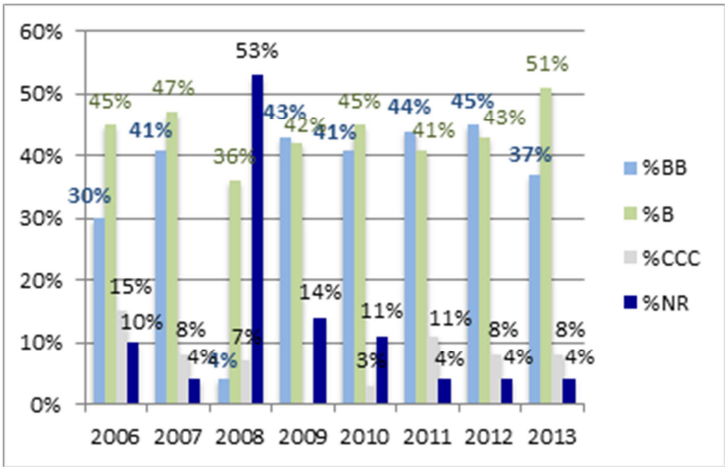
d) Une taille décroissante des émissions



La taille des émissions obligataires des Euro High Yield ont tendance à baisser depuis 2009. Il est davantage caractérisé par une présence d'émissions de petite et moyenne taille (0-500M€).

e) Une dégradation de la qualité des émetteurs

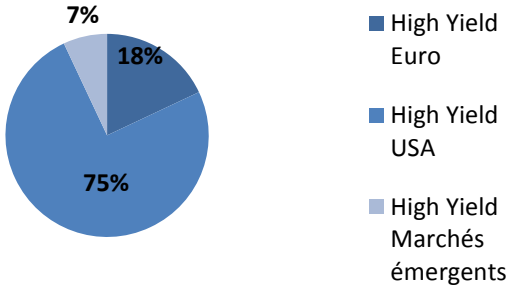
En 2013, la moitié des émissions obligataires High Yield européens concernaient des entreprises notées B tandis que la part des émissions d'entreprises notées BB était nettement inférieure (37%). Notons par ailleurs que la proportion d'entreprises notées BB était ainsi à son niveau le plus bas depuis 2006. Nous observons donc une part croissante d'entreprises moins bien notées parmi les émetteurs de High Yield.



Source : JP Morgan – European Currency High Yield Bond Issuance History

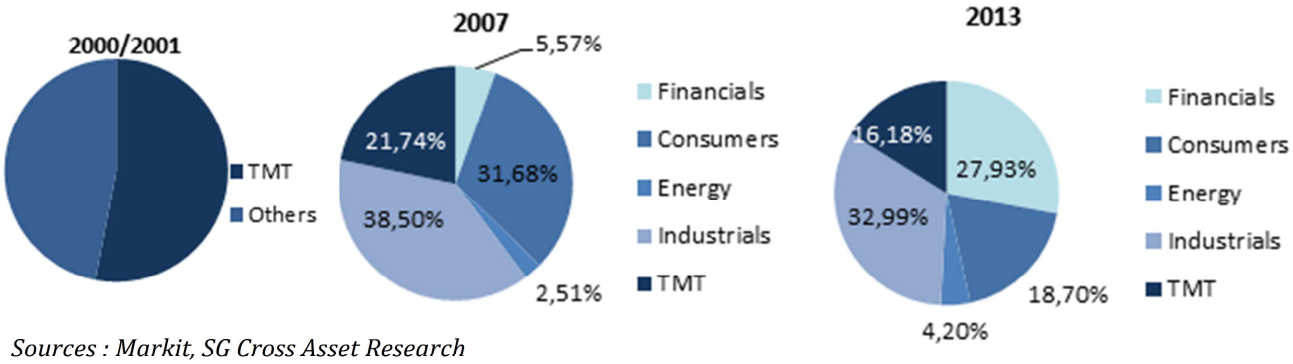
f) Une domination de l'US High Yield

Ce mode de financement désintermédié est essentiellement présent aux Etats Unis. En effet, comme l'indique le graphique ci-dessous, les Etats Unis représentent actuellement environ 75% du marché mondial des obligations High Yield ». Ce constat n'est pas surprenant étant donné la nature très désintermédiée du financement des entreprises américaines par rapport à celui des entreprises européennes.



Source : BofAMerril Lynch

g) Un marché High Yield plus mature et plus diversifié



Sources : Markit, SG Cross Asset Research

Le marché des émissions obligataires à haut rendement est devenu de plus en plus diversifié. Presque tous les secteurs d'activités émettent aujourd'hui sur le marché des obligations à haut rendement. Contrairement à la situation de grande concentration sur le secteur des TMT dans les années 2000-2001, le marché n'est désormais plus dominé par un secteur spécifique.
Nous observons en effet une baisse progressive de la part des émissions High Yield dans le secteur des TMT, qui n'est plus que de 16% en 2013. Par ailleurs, nous remarquons également une présence croissante du secteur financier.

2. Un marché pro-cyclique rythmé par des crises importantes et des périodes de grand succès

Comme abordé précédemment, le marché des obligations High Yield possède la particularité d'être dépendant de l'activité économique et surtout de la solvabilité (donc de la qualité de crédit de ses émetteurs). Il paraît alors judicieux d'étudier l'évolution de ce marché depuis ses débuts afin d'observer le caractère pro-cyclique de ce dernier, mais aussi de tirer des conclusions sur son degré de maturité. L'objectif final étant de chercher à définir les éventuelles menaces ou risques de crises pouvant peser sur l'Euro PP, à partir de l'expérience historique du High Yield.

a) Une naissance dans les années 1970

Avant 1977, seules les entreprises bien implantées et connues pouvaient émettre des obligations. En effet, étant donné la rareté des ordinateurs et la difficulté d'accéder aux informations sur la santé financière des entreprises, il était à l'époque très difficile pour les investisseurs de délimiter les risques de crédit. Cela explique donc l'existence de la catégorie des « fallen angels » et le fait qu'ils dominaient le paysage des émetteurs des obligations à haut rendement (« High Yield » ou « junk bonds »). Il s'agit de titres émis par des entreprises qui étaient à l'origine de qualité investment grade mais qui avaient par la suite perdu leur statut et avaient été dégradés, traduisant un risque accru de défaut.[30]

A la fin des années 1970, avec le développement des nouvelles technologies et l'accès facilité aux informations sur la situation financière des entreprises, les investisseurs ont pu de mieux en mieux appréhender les risques de crédit. Ainsi, des sociétés moins connues avec des notes de crédit plus faibles ont pu émettre des obligations à long terme.
Micheal Milken (de la banque Drexel Burnham Lambert) a par la suite eu l'idée de créer un nouveau marché permettant à de jeunes sociétés à forte croissance (les « rising star ») n'ayant jamais réalisé une levée de fonds, d'émettre des obligations.
Il s'agissait à l'époque d'une « innovation financière » qui permettait aux entreprises considérées comme de « mauvais investissements », non prises en compte par les agences de notation et en grand besoin de financement d'accéder à des capacités d'emprunts jusqu'alors seulement réservées aux grandes entreprises. En contrepartie de cette nouvelle manne, les entreprises devaient régler des taux d'intérêts très élevés afin de rémunérer le risque pris par les investisseurs. Cet échange était ainsi « gagnant-gagnant ».

b) Une période de forte croissance

Le développement du marché des obligations « High Yield » ou « junk bonds » durant ses premières années a été favorisé par une évolution favorable des règlementations. En effet, la déréglementation de mai 1975 a ouvert le marché des activités financières à Wall Street. Par la suite, les modifications de la loi fiscale dans les années 1980 ont permis la croissance du mode de financement par endettement.

Ainsi, les obligations à haut rendement et haut risque sont devenues un élément important sur le marché des obligations : d'un marché quasi inexistant durant les années 1970, il pesait environ 12 milliards en 1987, soit 25% du marché financier. Ces obligations ont contribué à environ

[30]« Banque et marchés financiers » Frederic S. Mishkin/ « La Grande Fraude : Crime, subprimes et crises financières » - Jean-François Gayraud

25% du financement des opérations de LBO en pleine expansion.

Taille du marché des obligations « High Yield »

Décennie 1970	1981	1985	1987
0$	839 M$	8,5 Mds$	12 Mds$

Source : « La Grande Fraude : Crime, subprimes et crises financières » - Jean-François Gayraud

c) Un boom de courte durée : la crise de 1989

Le grand succès du marché des « junk bonds » fut malheureusement éphémère.
Durant ces « années de gloire », les banques se montraient de moins en moins regardantes sur la solidité financière des entreprises émettrices d'une classe d'actif aussi rémunératrice et caractérisée par un taux de défaut moyen des émetteurs assez bas.
Or, en 1989 à la suite de défauts de sociétés de plus en plus nombreux, le marché connait sa première crise importante.
Entre le début de l'année et l'automne 1989, le taux de défaillance était passé de 4% à 10%. Les spreads ont alors augmenté en conséquence, ce qui a impacté les taux d'intérêt.

D'un autre côté, les déboires judiciaires de Micheal Milken (condamnations pour infractions financières et fiscales) et d'autres scandales ont grandement discrédité l'image des obligations High Yield. Enfin, suite aux plaintes d'investisseurs Drexel Burham Lambert a du racheter des quantités considérables d'obligations, ce qui a fini par entrainer sa faillite en mars 1990.

La conséquence immédiate de ces évènements a ainsi été un assèchement rapide du marché. Les professeurs Kindleberger et Aliber évaluent les pertes dues à la chute du marché des junk bonds à plus de 150 milliards de dollars. [31]

d) Suivi d'un léger redémarrage dans les années 1990

Suite à la crise de 1989, le marché des High Yield n'était néanmoins pas voué à disparaître. En effet, le rendement élevé qu'offrait cette classe d'actif était suffisamment attrayant pour les investisseurs pour que le marché s'ouvre de nouveau à partir de 1991.
Notons qu'en raison notamment de l'absence de notation, de l'apparition tardive des montages LBO, et du fort recours au financement intermédié, le marché européen du High Yield était encore à ses prémices à la fin des années 1990 contre un marché de plus de 100 milliards de dollars aux Etats Unis.[32]

e) La crise de 2001

Le marché des junk bonds a du se confronter à une nouvelle crise en 2001. A cette époque, le marché était caractérisé par un fort manque de diversification sectorielle. Plus de 50% du marché était dominé par les émissions du secteur TMT. Or, ce secteur a fortement été affecté par la crise de 2001-2002. Cela a grandement contribué à la crise des junk bonds : pendant l'automne et l'hiver 2001, le spread du crédit a connu une augmentation équivalente à celle de 1989.

[31] « La Grande Fraude : Crime, subprimes et crises financières » - Jean-François Gayraud
[32] « Evolution récente des High Yield Bonds » - DSCG 2 - Finance - 2e édition

La crise argentine, l'attentat du 11 septembre 2001 et l'éclatement de la bulle internet (mais aussi la baisse des marchés boursiers ainsi que le ralentissement économique qui en ont suivi) ont été les causes de cette crise.

f) La crise de 2008

La crise économique et financière de 2008 a eu comme impact un nouvel assèchement du marché des High Yield.
Au niveau des émissions, de mi-2007 à fin 2008, le marché a connu durant 15 mois de suite un niveau quasi-nul accompagné d'une flambée des prix sur les marchés secondaires.

Volume d'émission sur le marché Euro High Yield

€ m	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
January	535	2,422	3,673	4,445	0	275	5,190	2,775	1,493	5,760
February	990	1,385	1,568	2,724	0	0	200	1,957	5,027	5,600
March	1,080	1,960	1,965	1,352	0	400	4,953	8,744	4,525	8,480
April	3,863	1,303	5,124	4,552	0	400	6,264	4,143	1,550	5,480
May	2,146	260	2,875	4,878	0	1,212	810	5,870	1,672	7,358
June	1,910	985	160	6,595	0	650	2,395	2,345	850	1,768
July	661	1,270	385	998	0	3,375	3,871	3,125	1,615	7,427
August	0	500	1,553	0	0	0	640	0	973	1,115
September	1,215	1,880	1,265	0	0	3,629	5,650	700	6,944	9,701
October	1,110	300	4,592	0	0	7,000	7,117	100	2,835	5,405
November	1,110	965	3,225	0	0	6,680	4,187	637	2,800	8,575
December	530	1,300	2,765	0	0	2,915	600	0	1,655	
Total	15,150	14,530	29,150	25,544	0	26,536	41,876	30,565	31,938	66,418

Source: SG Cross Asset Research/Credit

Cette situation s'explique par un niveau de spreads moyen des obligations[33] trop élevé, en particulier pour les sociétés « speculative grade »[34] caractérisées par un fort risque de défaut selon les agences de notation durant la crise de 2008. Il leur était trop cher de lever des fonds via une émission d'obligations.
Néanmoins, à la fin de l'année 2008, comme cela a été le cas dans le passé, l'appétit des investisseurs pour le rendement a expliqué le regain d'intérêt pour le marché des obligations High Yield, ce qui a permis aux « investment grade » puis aux « speculative grade » de nouveau émettre sur le marché sans que cela ne leur coûte trop cher. Ainsi, lorsque le marché s'est ré-ouvert aux classes d'actifs plus risquées, face à la hausse de la demande, les spreads se sont réduits, les émissions nouvelles sont redevenues possibles et les liquidités se sont peu à peu transférées du marché secondaire vers le marché primaire.

g) La crise de 2011

En 2011, la détérioration de la solvabilité des Etats, dont les émissions étaient réputées «sans risque », a affecté la perception du risque sur les entreprises cotées et sur les emprunts émis par ces dernières. En effet, le doute des investisseurs sur la maitrise des Etats de leurs dépenses publiques a entrainé une perte de confiance sur la croissance et les performances financières futures des entreprises émettrices. De ce fait, les investisseurs se sont massivement mis à

[33] Marges de rendement du prêt - coupons plus ou moins prime/ décote d'achat - par rapport au taux sans risque
[34] Entreprises notées au-dessous de BBB- chez S&P et Fitch et au-dessous de Baa3 chez Moody's

vendre. On a ainsi constaté l'existence d'une corrélation entre le marché des obligations « High Yield » et la crise des obligations souveraines.
Une fois de plus, le marché des obligations à haut rendement a été directement touché par l'aversion des investisseurs pour le risque. Dès lors qu'une crise économique ou financière apparaît, il existe des doutes sur la solvabilité des émetteurs de ce marché.

h) Un marché de nouveau dynamique

Depuis 2011, le marché de la dette High Yield est de nouveau devenu attrayant pour les émetteurs et les investisseurs.
Les émissions Euro High Yield ont atteint un record en termes de volume : 66Mds€ en 2013 (soit +200% par rapport à 2012 et +60% par rapport au précédent record en 2010) portant le marché à 250Mds€ (cf le tableau "Volume d'émission sur le marché Euro High Yield" de la page précédente). Les analystes misent sur un volume d'émission similaire en volume pour l'année 2014 (environ 60Mds€).

Cette dynamique s'explique notamment par différents points[35].
Premièrement, on peut parler d'une reprise de l'activité, matérialisée par un taux de croissance qui serait proche de 1,2% sur 2014 pour la zone euro[36].

Secondement, on peut ajouter que le besoin de financement est en hausse. Les entreprises recherchent de plus en plus des financements permettant de redémarrer leur cycle de dépenses. Il existe un fort taux de refinancement des obligations arrivant à échéance en 2014.

Troisièmement, on peut penser que le financement via le High Yield est peu coûteux pour les émetteurs. Ils ont réussi à se refinancer à des taux historiquement bas ces dernières années.

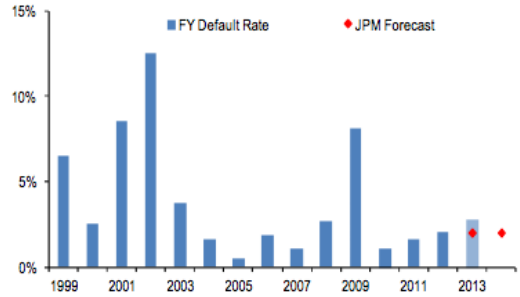
Quatrièmement, la reprise des opérations de M&A (en particulier des opérations LBO) est un élément non négligeable en 2014. Le High Yield est devenu la source de financement croissante des opérations de capital investissement, les acteurs n'arrivant plus à trouver des crédits bancaires ou l'offre existante était trop coûteuse ou contraignante (covenants, etc.)

Cinquièmement, on peut considérer ce financement comme une alternative à la frilosité des banques et les contraintes qui pèsent sur leur bilan (en prévision de Bâle III). Les prêts à long terme constituent une charge lourde à gérer pour les banques alors que les bonds sont classifiés par Bâle III comme des actifs liquides ne nécessitant pas de réserves longues. La réglementation prudentielle Bâle III inciterait donc les banques à développer les bonds et notamment le High Yield pour les financements les plus risqués.
Nous pouvons également souligner le fait que le marché de la dette High Yield semble plus diversifié qu'auparavant, tandis que sa volatilité est faible et stable (environ 2% en 2013[37]).
Enfin, il nous parait important de préciser que le taux de défaut est historiquement bas. En effet, le taux de défaut moyen sur le High Yield devrait rester en 2014 de l'ordre de 3% selon Moody's et la Société Générale. On peut ajouter que les entreprises profitent depuis quelques années des taux d'intérêt historiquement faibles pour se financer, ce qui repousse la date de maturité de leurs obligations. Avant la date de maturité, les entreprises font seulement face à l'obligation de régler leurs intérêts à chaque échéance.

[35] Exposé « Le marché High Yield Euro est-il mature » Bernasconi, Laborderie, Lacombe, Michelon, 02/04/2014
[36] D'après les prévisions de la BCE
[37] Selon JP Morgan

Ainsi, même en cas de récession économique, il serait moins probable de voir une entreprise se trouver en défaut de paiement tant qu'elle n'a pas à rembourser ses dettes. De ce fait, les taux de défaillance sur le haut rendement devraient également rester bas d'ici la période 2017-2018 (considérée comme le prochain "maturity wall" selon les analystes financiers).

Taux de défaut de l'Euro High Yield

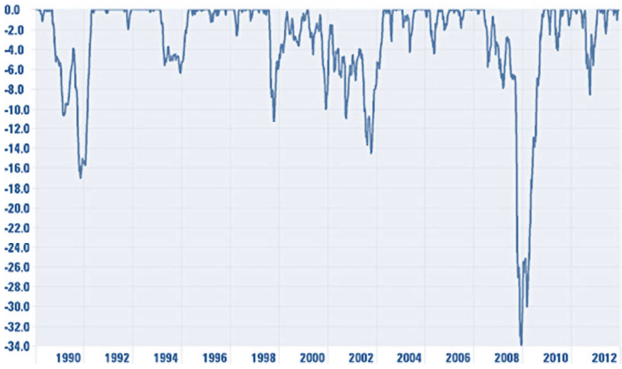


Sources : JP Morgan – S&P

Le High Yield représentait en 2013 l'une des meilleures classes d'actifs pour les investisseurs en termes de rendement qui était d'environ 5% à fin 2013. De plus, la performance totale des obligations à rendement élevé (« High Yield Total return) était de 8,3% à fin 2013. En 2014, le taux de rendement devrait tendre vers un niveau de 5% et la performance globale devrait être au niveau de 2013, soit autour de 7% à 8%[38].

3. Le lien entre les mésaventures passées du marché HY et les menaces pouvant peser sur l'Euro PP

Performance annuelle de la dette High Yield du 01/01/1989 au 31/12/2012



Source : Morningstar

L'obligation à haut rendement est une classe d'actif très intéressante car elle a permis aux entreprises non « investment grade » et en grand besoin de financement d'accéder à des capacités d'emprunts jusqu'alors seulement réservées aux entreprises avec un statut d'« investment grade ». De plus, avec l'assèchement du crédit bancaire, le High Yield constitue une source de financement considérable.

Le High Yield est par ailleurs très apprécié des investisseurs car dans le cadre d'un environnement économique porteur, le High Yield permet de combiner taux de rendement élevé face à un faible risque de défaillance.

[38] D'après Société Générale CIB

Néanmoins, comme nous l'avons abordé au cours des points précédents, le graphique précédent permet d'illustrer le fait que le High Yield est une classe d'actif fortement affectée par les chocs négatifs. Nous distinguons clairement les crises qui ont frappé le marché de la dette High Yield, avec les rendements fortement négatifs : celle de 1989, celle de 2001, celle de 2008 et celle de 2011.

Ces crises semblent être dues d'une part à un manque de profondeur et de diversification du marché High Yield, d'autre part à ses caractéristiques intrinsèques. Rappelons que la valeur d'une obligation High Yield est fortement liée à la solvabilité de l'emprunteur, soit sa capacité à régler ses intérêts à chaque échéance, à rembourser sa dette arrivée à maturité et à se développer. Le principal risque qu'encourt ce marché est donc notamment lié à une de ses caractéristiques intrinsèque : son défaut de liquidité, puisque qu'une obligation High Yield est par nature volatile et potentiellement illiquide.
Comme dit précédemment, dès lors que la conjoncture et le risque de crédit se dégradent, les obligations High Yield deviennent le segment le plus exposé, le plus volatile et le plus risqué de la classe obligataire. Les investisseurs désertent alors le marché, ce qui le rend illiquide.

Ce phénomène s'est produit plusieurs fois, au cours de la crise de 1989 par exemple ou bien durant celle de 2008 ou 2011.
La crise de 2001 a, quant à elle, démontré le manque de profondeur qui caractérisait le marché à l'époque, avec une domination du secteur TMT à plus de 50%.

Ainsi, étant donné sa grande sensibilité aux chocs négatifs de la conjoncture, combinée à son défaut de liquidité, le marché sera toujours sujet à de nouveaux chocs.
Nous pouvons supposer par exemple qu'une forte hausse des taux d'intérêt, une baisse historique des spreads, ou encore le défaut significatif d'une entreprise, pourrait provoquer une éventuelle nouvelle crise dans ce marché. Les prochaines crises seront probablement d'une moindre intensité que les précédentes au fur et à mesure que le marché arrivera à maturité. Il est par exemple beaucoup plus diversifié qu'en 2001.

Etant donné les caractéristiques communes existantes entre l'Euro PP et le High Yield, nous pouvons également avoir les mêmes craintes pour l'Euro PP que pour le High Yield. Nous pouvons énumérer plusieurs de leurs caractéristiques communes.
Tout d'abord, « un Euro PP est une opération de financement à moyen ou long terme entre une entreprise, cotée ou non, et un nombre limité d'investisseurs institutionnels »[39]. Ainsi, excepté le fait qu'un Euro PP est a priori non noté et ne s'adresse pas au marché public, il est, dans sa forme obligataire, similaire au High Yield qui est une dette obligataire également émise par des entreprises privées (avec une notation inférieure à BBB) pour des maturités comparables mais auprès d'investisseurs institutionnels présents sur le marché des capitaux.

De plus, jusqu'à présent, l'Euro PP et le High Yield permettent surtout aux grandes entreprises et ETI de se financer, avec une taille des émissions d'une dizaine voire une vingtaine de millions d'euros au minimum.

Nous pouvons ajouter que tout comme le High Yield, l'Euro PP paraît être un actif volatile en cas d'un défaut de crédit d'une entreprise et potentiellement illiquide.

[39] AMAFI - Charte relative aux « Euro Private Placements » ou « Euro PP » - Février 2014

Enfin, comme nous le développerons ultérieurement, bien que le marché de l'Euro PP soit moins fortement dominé par un seul secteur tel que le High Yield l'a été avec le secteur des TMT en 2000-2001, pour le moment, certains secteurs d'activités sont très représentés dans le marché de l'Euro PP : l'immobilier, les biens de consommation, l'industrie et les services représentent près de 85% des émissions. Le marché de l'Euro PP n'est donc pas encore assez diversifié, bien qu'il le soit davantage que le marché du High Yield à ses débuts.

Par ailleurs, étant donné que l'Euro PP en est encore à ses premières années d'existence, il pourrait être comparé au High Yield, avant la crise de 1989.

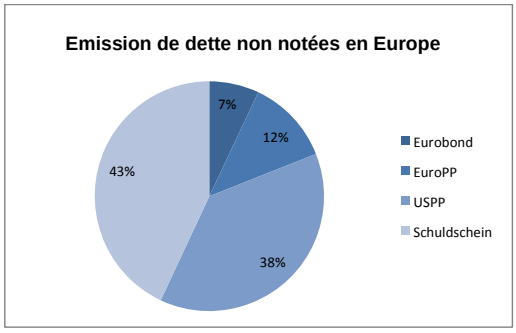
Durant les deux dernières années, les taux particulièrement bas ont favorisé le développement du marché de la dette High Yield et également le marché naissant de l'Euro PP avec des volumes d'émissions en forte croissance. Ces dernières années, les entreprises ont facilement trouvé une demande en contrepartie car les investisseurs institutionnels ont toujours été attirés par des classes d'actifs comme le High Yield et l'Euro PP car ils sont à la recherche de meilleurs rendements et d'une diversification des risques. Ils acceptent donc de renoncer à une certaine liquidité offerte par les marchés obligataires publics (et à la notation de crédit pour l'Euro PP) en contrepartie d'un rendement plus élevé.

Or, selon Clémence Berroëta[40] : «le volume d'émission sur le marché de l'Euro PP pourrait être impacté notamment par une augmentation significative des taux. Dans ce cas de figure, les émissions des grandes entreprises notées, qui présentent l'avantage d'être liquides, offriraient des coupons suffisamment attractifs pour que les investisseurs institutionnels se détournent des Euro PP ». Par ailleurs, comme dit précédemment, une augmentation significative des taux de défaut des entreprises ayant émis des Euro Placements Privés aurait également un impact très négatif sur le marché. Dans les deux cas, le développement du marché pourrait alors connaitre un frein d'arrêt. Il s'agit de risques communs au High Yield et à l'Euro PP et d'une situation qui est déjà arrivé au High Yield au cours de ses précédentes crises.

B. Comparaison des trois marchés : USPP, Schuldschein, Euro PP

1. Analyse quantitative des émissions

En 2013, les placements privés représentaient seulement 6% des émissions obligataires en Europe. La présence des Eurobonds IG (Investment Grade) et celle des Eurobonds High Yield est pour le moment prépondérante (constituant respectivement 42% et 20% des émissions obligataires en Europe en 2013).[41]



Source : BNP Paribas

[40]En charge de l'origination dette et spécialiste des placements privés chez Crédit Agricole CIB
[41] Le reste est constitué d'autres types de financement tels que les « Private EMTN ».

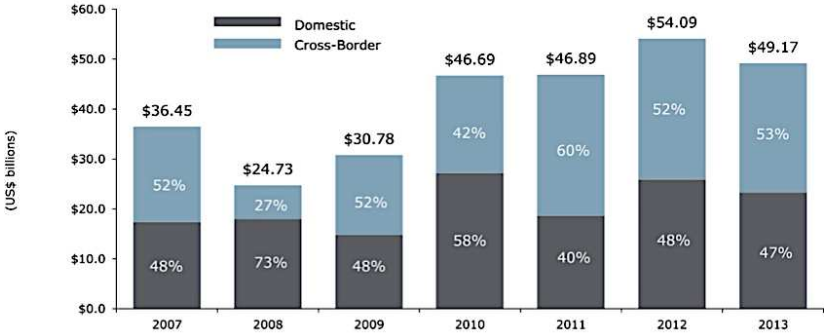
Parmi les émissions de dettes non notées en Europe, nous remarquons la domination du marché par les USPP et les Schuldschein, avec un début de succès de l'Euro PP qui gagne de plus en plus en importance. Il serait donc pertinent d'étudier les caractéristiques de ces placements privés afin d'en tirer les atouts des concurrents de l'Euro PP et de chercher à savoir si l'Euro PP pourrait constituer une alternative à ces derniers, particulièrement pour les entreprises émettrices européennes.

a) Le marché des US Private Placement

Volume d'émission

Les Etats-Unis sont les leaders confirmés du marché des placements privés où ils ont été les premiers arrivants il y a une vingtaine d'année. L'USPP a bien résisté à la crise et en a au contraire bien bénéficié. Entre 2009 et 2013, le volume annuel moyen des émissions a dépassé 50Mds$ en comparaison avec la période 2003-2006 où le volume annuel moyen était autour de 38Mds$. En 2013, le volume d'émission s'est établi à un niveau inférieur au niveau record de 2012 (soit -9%), en grande raison à cause de la concurrence croissante des Euro PP. Ce niveau reste néanmoins le second record historique depuis la création de l'US PP.

Volume d'émission annuel d'USPP (en Mds$)



Sources : *Wells Fargo Securities, Private Placement Letter, Private Placement Monitor*

Monnaie d'émission

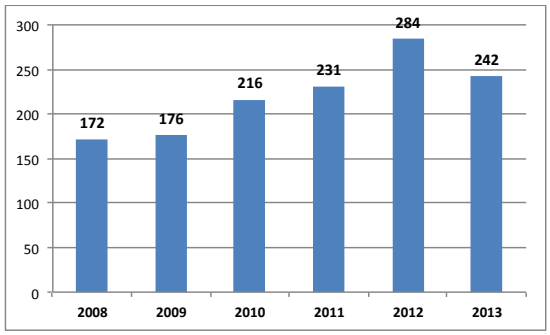
Les émissions proviennent d'entreprises principalement non cotées et se font souvent en dollars, mais nous observons une présence croissante de tranches euro, ce qui permet aux entreprises européennes de lever directement les fonds dans leurs monnaies d'origine.[42]

Taille moyenne d'une émission

La fourchette de la taille des émissions USPP est très large : entre 50M$ et 1,5Mds$, mais le montant moyen par transaction était d'environ 210M$ sur la période 2009-2013 en comparaison avec la période 2003-2006 où le montant par opération s'élevait à environ 180M$.

[42] Source : « Financement en dette des PME-ETI » - Europlace – Mars 2014

Taille moyenne d'une émission (M$)



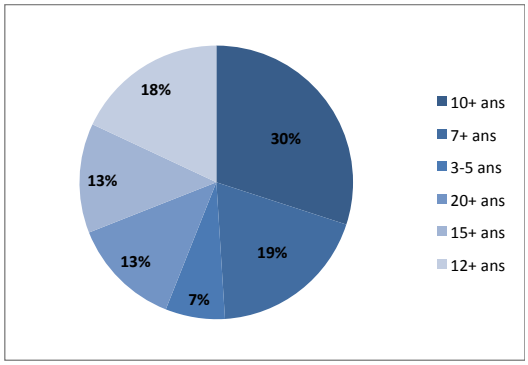
Source : Barclays

Le format des opérations prévoyant un remboursement in fine par rapport à celui des opérations à amortissement a augmenté entre les deux périodes (84% contre 75%).

Maturité moyenne d'une émission

La maturité moyenne d'une émission USPP est plutôt longue, avec une préférence pour des financements de 10 ans ou plus.

Maturité moyenne d'une émission (M$)



Source : Barclays

b) Le marché allemand du Schuldschein

Le marché du Schuldschein, modèle allemand du placement privé, était à l'origine surtout pratiqué par les institutions publiques allemandes (autorités administratives, régions, communes). Mais depuis une vingtaine d'années, il constitue une source de financement alternative pour les PME et ETI allemandes et connaît aussi un réel essor au niveau international.

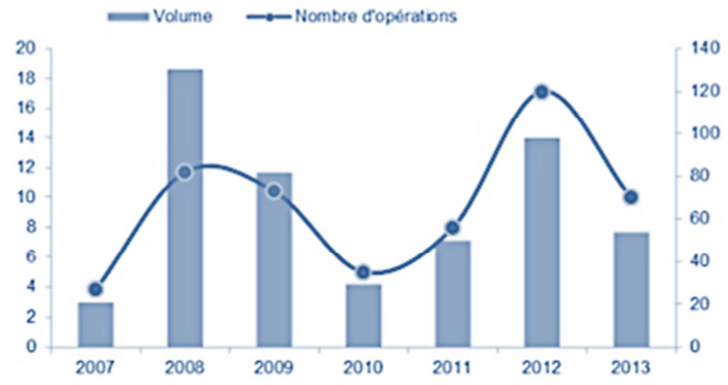
Le Schuldschein est tout d'abord caractérisé par un caractère hybride : il s'agit d'un prêt « semi-obligataire », soit à mi-chemin entre le prêt bancaire et l'emprunt obligataire. Néanmoins, en comparaison avec l'USPP qui est plus tourné vers le format « obligataire », le Schuldschein est plus orienté vers le format « prêt ».

Volume d'émission

Comme le montre le graphique suivant, après un fort déclin suite à la crise de 2008, le marché du Schuldschein s'est redressé en un temps record. En 2012, le volume d'émission s'est élevé à environ 14Mds€ pour plus de 110 émetteurs (+104%).

En 2013, le volume d'émission a baissé et est passé à 8Mds€. Notons aussi que le nombre d'opérations est passé à seulement 65 transactions en 2013. Selon les spécialistes[43], ce ralentissement peut être expliqué par la forte concurrence d'autres modes de financement, tels l'émission obligataire publique qui a bénéficié de l'effet combiné de taux bas et de spreads peu élevés.

Volume d'émission de Schuldschein (En Mds€)



Sources : Loan Market Association - 02/2014

Monnaie d'émission

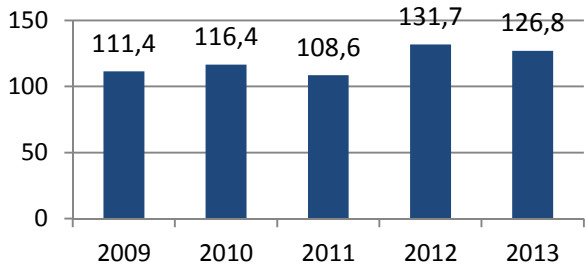
Tout comme l'USPP qui voit une présence croissante des tranches euros au-delà de ses émissions classiques en USD, le Schuldschein a vu en 2013 l'apparition de premières tranches USD, GBP et CHF en plus de ses émissions classiques en euro.

Taille moyenne d'une émission

La fourchette de la taille des émissions Schuldschein est grande, bien que beaucoup moins large que les USPP : de 50M€ à 300M€.

La présence de nombreuses PME implique aussi que la taille moyenne des émissions se situe à environ 120-130M€, et près de deux tiers des émissions ne dépassait pas 100M€ en 2012.

Taille moyenne d'une émission Schuldschein (en M€)



Sources : IKB, Bloomberg

Maturité moyenne d'une émission

Contrairement à l'USPP où la maturité des émissions est plutôt longue (10 ans et plus), la maturité d'une émission Schuldschein va de 3 ans à 10 ans, avec une préférence pour des maturités plutôt courtes.

En 2013, 50% des émissions avaient une maturité inférieure à 5 ans, tandis que 75% des émissions avaient une maturité inférieure à 7 ans.

[43]Dont Charles-Antoine de Fontenay – Directeur DCM – HSBC France

c) Le marché de l'Euro PP

Avant tout, nous tenons à souligner que nos statistiques sur les émissions des Euro Placements Privés ont été réalisées entre la création du marché en 2012 et le 04 août 2014 (cf tableau détaillé en annexe). Certaines émissions de format prêt ne sont pas communiquées publiquement et font l'objet d'une certaine confidentialité. Nous avons donc recensé 100 émissions différentes par les différents émetteurs, ce qui représente près de 114 placements privés si l'on distingue les différentes tranches de chaque émission.

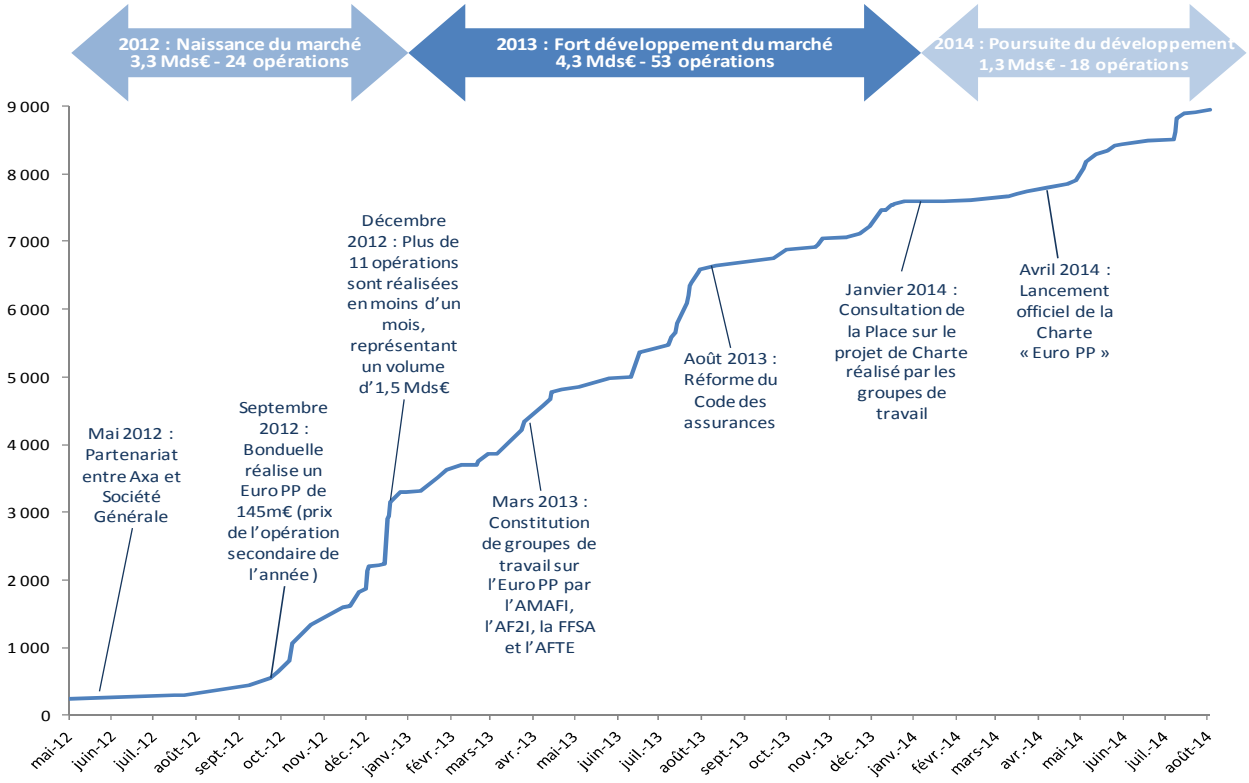
i. Développement historique du marché des Euro PP

Il peut sembler opportun de retracer rapidement le développement historique du marché des Euro Placements Privés en France et en Europe avant de dresser un état des lieux actuel de ce marché encore récent.

Le marché des placements privés en euros a trouvé son inspiration dans les outils de financements étrangers déjà existants depuis de nombreuses années. En effet, il s'est fortement calqué sur le marché américain des US Private Placement et le marché allemand du Schuldschein.

Le marché des Euro PP présente un historique relativement récent puisqu'il vient tout juste de fêter son deuxième anniversaire. Le graphique ci-après démontre l'évolution du marché des Euro Placements Privés depuis son origine jusqu'à aujourd'hui, en soulignant les évènements les plus importants.

Historique et volume d'émission du marché des Euro Placements Privés



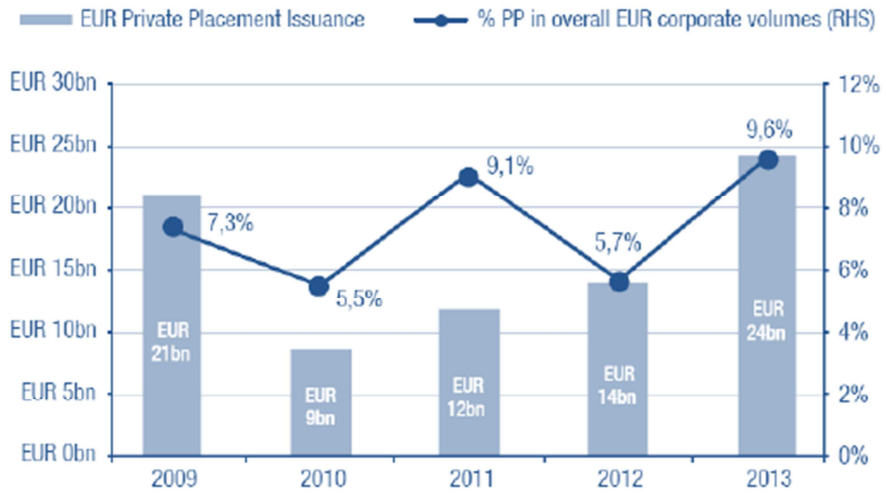
Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

ii. Taille du marché

En Europe

La tendance actuelle des différentes entreprises consiste à recourir davantage aux placements privés pour se financer. En l'occurrence, le volume d'émission des placements privés (tous types confondus) est passé de 9Mds€ en 2010 à 24Mds€ en 2013 contre seulement 14Mds en 2012. Par ailleurs, cet outil de financement a contribué en 2013 à 9,6% du financement des entreprises dans la zone européenne.

Evolution des émissions de placements privés en Europe (en Mds€)



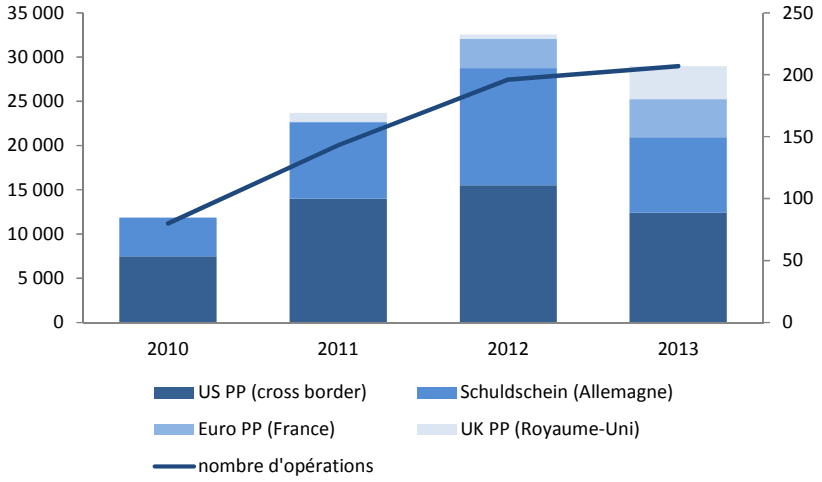
Source : Bloomberg, SG CIB, Rapport Paris-Europlace

On peut également souligner le fait que les entreprises européennes recourent aux placements privés en dehors de la zone européenne comme aux Etats-Unis. Par conséquent, il est aussi utile d'étudier les volumes d'émission des placements privés réalisés par les sociétés européennes sur les différents marchés mondiaux.

Dans ce cas, il s 'avère que l'année 2012 a atteint un volume record avec près de 32Mds€ en placements privés. Les entreprises européennes, déjà habituées au marché des placements privés aux Etats-Unis depuis 2010, ont utilisé de manière active le marché américain des USPP à hauteur d'environ 15Mds€ pour l'année 2012 contre environ 12Mds€ en 2011 et 6Mds€ en 2010. De même, les entreprises européennes ont beaucoup recouru aux placements privés en Allemagne, puisque le volume du Schuldschein a atteint environ 13Mds€ en 2012 contre environ 8Mds€ en 2011 et 4 Mds€ en 2010. Enfin, les entreprises européennes et principalement françaises se sont pour la première fois financées par les Euro PP durant l'année 2012 pour un montant avoisinant les 3,3 Mds€.

Contrairement au marché européen des placements privés qui s'est intensifié entre 2012 et 2013, on peut noter que le volume des émissions des placements privés des entreprises européennes a légèrement diminué en 2013 malgré un nombre d'opérations relativement stable. Toutefois, on observe que parallèlement à une baisse du volume d'émissions des USPP et du Schuldschein en 2013, le volume d'émissions des Euro PP a fortement augmenté en 2013 (+30%). Cela est en partie imputable au fait que les entreprises françaises ont privilégié le marché naissant des Euro Placements Privés par rapport aux deux marchés historiques.

Evolution des émissions de placements privés des entreprises européennes (en Mds€)



Sources : Natixis, Standard & Poor's, Etude empirique

En France

Depuis sa naissance, le marché des Euro PP s'est considérablement développé puisqu'en termes de volume d'émission, il atteint plus de 8,9 milliards d'euros en Août 2014. On peut noter que sa courbe de progression s'est révélée robuste depuis 2012.

Les Euro Placements Privés ont vu le jour durant le printemps de l'année 2012. Plusieurs opérations arrangées par les banques en mai et juillet ont été revendiquées comme étant « les premières opérations de type Euro PP ».
D'après nos recherches et le recensement des différents opérations réalisées, le volume d'émission des Euro PP en 2012 a atteint 3,3 Mds€, représentant près de 24 opérations différentes.

L'année suivante, le nombre d'émissions de placements privés en euros a nettement augmenté puisque nous avons recensé près de 53 opérations distinctes, pour un montant atteignant 4,3 Mds€, soit une augmentation en valeur de près de 30%.

Bien que les contrats d'Euro PP de format prêt soient confidentiels, et qu'il soit compliqué de récolter des statistiques exhaustives, le nombre d'opérations sous la forme d'un Euro PP de type « prêt » est estimé à une dizaine selon la Société Générale et le Crédit Agricole. Ce format est resté assez marginal durant l'année 2013 (tout comme 2012) puisque les sommes émises ne représentent qu'environ 400m€ soit moins de 10% des émissions de l'année 2013.

L'année 2014 n'étant pas terminée, nous pouvons néanmoins dresser un état des lieux du premier semestre. La première chose qui nous a frappés est le faible nombre d'émissions réalisées durant ce début d'année. Seulement 15 Euro PP ont été recensés durant le premier semestre (et 23 jusqu'au mois d'août) contre 22 pour la même période durant l'année 2013 (et 34 jusqu'au mois d 'août 2013).

Plusieurs explications peuvent être mentionnées.
Le volume d'émission plus faible en début d'année peut être lié à l'agressivité actuelle du marché bancaire, ainsi que la concurrence du marché obligataire public. Ainsi, plusieurs directeurs financiers ont reconnu avoir émis de la dette publique (pour des montants supérieurs à 250m€)

étant donné un certain attrait du marché grâce à des covenants moins exigeants et des taux bas, alors qu'ils avaient à l'origine envisagé un placement privé.

De même, il ne faut pas négliger la cyclicité des besoins de financements des entreprises. Comme le remarque Clémence Berroeta *(CACIB, executive director in debt capital markets corporate origination)*, de nombreuses ETI ont déjà recouru aux Euro PP en 2012 et 2013. Ces sociétés ne souhaitent pas forcément lever davantage de fonds immédiatement et peuvent sembler satisfaites de leur structure financière actuelle.

Enfin, puisque les plus grandes ETI ont déjà émis des placements privés obligataires, étant privilégiées par les investisseurs, la croissance du volume d'émission des Euro PP passera vraisemblablement par le développement des émissions d'entreprises de taille plus petite, ainsi que de nouvelles émissions ponctuelles. Dès lors, les investisseurs institutionnels connaissant certainement moins bien ces sociétés, le temps de préparation de la documentation et des analyses financières sera sans doute plus long. Fort heureusement, la standardisation des Euro PP va permettre aux plus petites ETI, et à certaines PME de recourir à leur tour aux placements privés en euros.

Monnaie d'émission

A l'inverse des marchés américains et allemands, qui existent depuis désormais de nombreuses années, le marché des Euro Placement Privé est plus récent. Par conséquent, depuis sa constitution, les émissions des placements privés ont été réalisées exclusivement dans la monnaie européenne. Les entreprises européennes émettrices possèdent des besoins de financement importants dans la devise locale, c'est-à-dire l'euro.

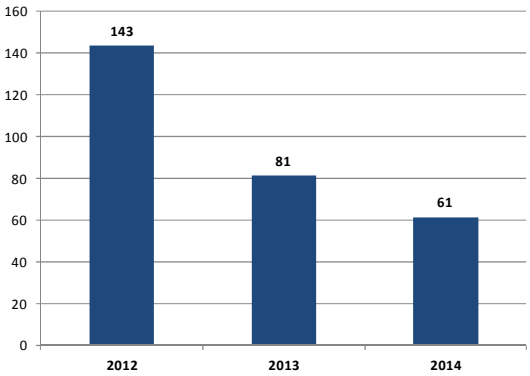
Toutefois, les entreprises européennes se développant à l'étranger recherchent également des financements dans certaines monnaies étrangères comme le dollar. C'est l'une des raisons qui a poussé les groupes français et européens à recourir au marché des USPP durant les dernières années. On peut souligner que dans un futur proche, les différents acteurs du marché des Euro PP pourraient éventuellement réfléchir à des financements dans d'autres devises que l'euro.

Taille moyenne d'une émission

La fourchette de taille des émissions des placements privés en euros est importante puisqu'elle a varié jusqu'à présent entre 3,8m€ et 507,5m€. Le montant minimal est beaucoup plus faible que celui sur les marchés de l'USPP ou du Schuldschein en raison des PME françaises qui ont réussi à accéder à ce nouveau marché. D'un autre coté, les montants des émissions les plus importantes sont semblables à ceux du marché allemand, bien que beaucoup plus faibles que ceux du marché américain.
A titre indicatif, si l'on considère les Euro Placements Privés en distinguant chacune des tranches, la fourchette des émissions varie entre 3,8m€ et 380m€.

Le montant moyen par transaction des Euro PP que nous avons calculé atteint 91,2m€ sur l'ensemble de son existence, ce qui le situe légèrement en dessous des montants moyens des marchés étrangers.
A titre indicatif, le montant moyen par tranche des Euro PP est légèrement plus faible et ressort à 79,8m€.

Taille moyenne d'une émission Euro PP (en M€)



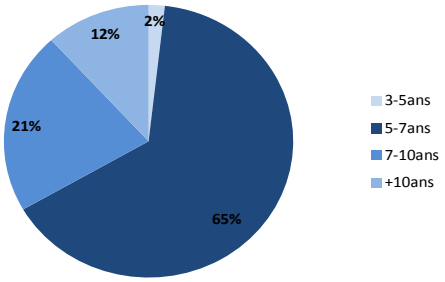
Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

On peut remarquer sur le graphique ci-dessus la tendance baissière du montant moyen par émission entre 2012 et 2014. Cela peut notamment s'expliquer par plusieurs éléments. D'un côté, ce sont les groupes et ETI dotés d'une grande taille qui ont fait partis de la première vague des émissions des Euro PP dès 2012, et qui avaient des besoins de financements importants. Ces mêmes groupes ont eu besoin de moins de fonds durant les deux années suivantes donc certains ont émis des montants plus faibles en 2013 et 2014.

D'un autre côté, le marché des Euro PP tend à s'ouvrir de plus en plus à des entreprises émettrices ayant une taille plus faible que les précédents groupes, leurs émissions reflètent donc des besoins de financements de montants moins importants. A titre illustratif, la médiane des chiffres d'affaires des émetteurs s'élevait à 1,6Mds€ en 2012, puis elle a diminué à 1,0Mds€ en 2013, pour atteindre 691m€ en aout 2014.
De leur côté, les investisseurs institutionnels préfèrent encore financer des tickets atteignant plusieurs dizaine d'euros, afin ne pas octroyer trop de ressources et de temps à des émissions d'une trop faible taille.

Maturité moyenne d'une émission
La maturité moyenne des Euro Placements Privés est plus importante que celles des émissions sur le marché du Schuldschein puisqu'elle atteint 6,3 années depuis la création du marché en 2012. Elle reste tout de même nettement plus faible que la maturité moyenne sur le marché de l'USPP.

Répartition des maturités des émissions des Euro PP depuis sa création

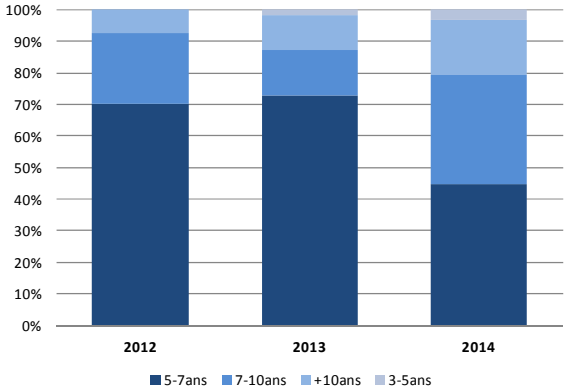


Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

Depuis la naissance du marché des Euro PP, les émissions possédant une maturité comprise entre 5 ans et 10 ans représentent près de 86% du total des émissions, ce qui permet aux

entreprises émettrices de se financer à plus long terme qu'en ayant recours aux emprunts bancaires.

Evolution de la répartition des maturités des émissions des Euro PP entre 2012 et 2014



Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

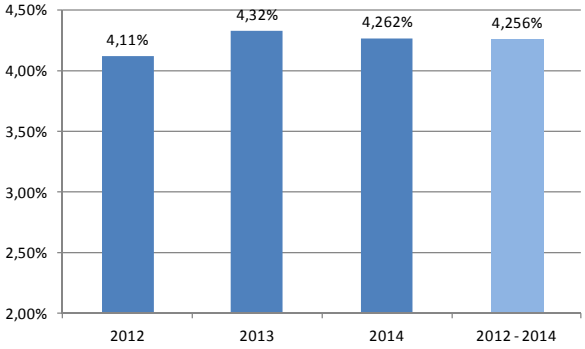
Sur le graphique ci-dessus, on peut remarquer que les émissions d'une maturité comprise entre 5 à 7 ans ont diminué à partir de 2014 au profit des émissions d'une maturité supérieure, à savoir comprise entre 7 et 10 ans, et dans certains cas supérieure à 10 ans. Ceci un élément très positif pour le développement du marché des Euro Placements Privés, puisque cela démontre la confiance des investisseurs institutionnels dans les entreprises européennes émettrices, qui n'hésite pas à financer à plus long terme les besoins financiers de ces entreprises.

Nous pouvons également souligner que cette tendance a été renforcée en 2014 par la publication et l'adoption de la Charte des Euro Placements Privés. En effet, les premiers placements privés en euros qui ont été exécuté dans le cadre de cette charte, notamment l'Euro PP de la Compagnie des Alpes et celui d'Eramet durant le mois de mai 2014, ont été réalisés avec des maturités de 10 et 12 ans respectivement. Nous ne pouvons que nous en réjouir dans le cadre du développement du marché européen des placements privés en euros.

Coût / coupon d'émission

L'analyse des coûts des placements privés en euros permet de souligner la relative stabilité des conditions de financement entre 2012 et 2014. En effet, la moyenne des coupons des Euro Placements Privés ressort à 4,26% sur la période. Au regard des avantages de ce nouveaux mode de financement par rapport aux emprunts bancaires, les placements privés en euros apparaissent être une alternative crédible malgré un coût plus élevé.

Evolution des coupons des émissions des Euro PP entre 2012 et 2014



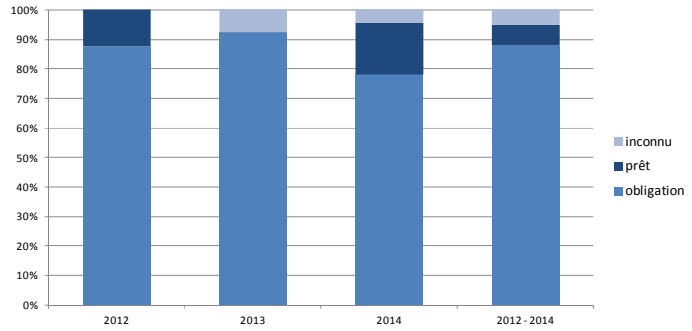
Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

Nous pouvons également souligner que les conditions de financement des placements privés en euros dépendent des caractéristiques de l'émetteur. Ainsi, sur la période des deux dernières années, le coupon le plus faible était de 2,20%, tandis que le coupon le plus élevé a atteint 7,5%.

Format d'émission

Etant donné que les placements privés en euros réalisés sous le format « loan » sont confidentiels, il est difficile de réaliser des statistiques fiables concernant le format d'émission des Euro PP. Toutefois, les professionnels du secteur estiment que la part des placements privés en euros de format « obligations » représente près de 90% du total des émissions, ce qui est cohérent avec notre étude réalisée. En effet, le graphique ci-dessous souligne bien la prédominance du format « bond » des placements réalisés depuis 2012.

Evolution de la répartition des formats des émissions des Euro PP entre 2012 et 2014



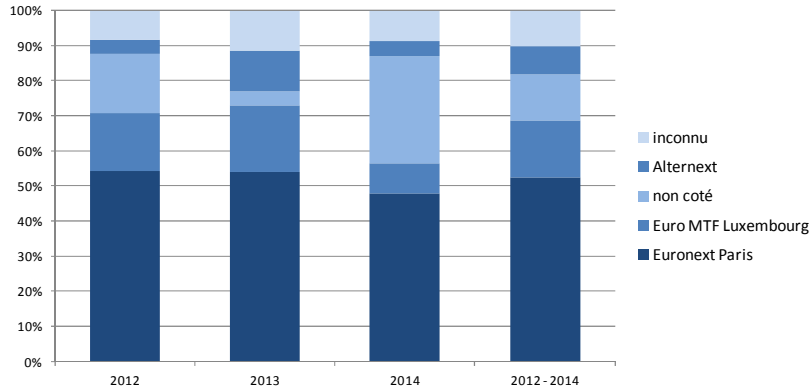
Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

Toutefois, on peut remarquer que depuis le début de l'année 2014, les placements privés en euros de format prêt se développent davantage. Ceci est notamment dû à la réforme du Code des assurances, ainsi qu'au développement des fonds de prêts à l'économie.
Enfin, comme nous l'avons souligné, certains Euro Placements Privés de format « loan » restent confidentiels et n'apparaissent ainsi pas dans nos statistiques.

Place de cotation

Depuis 2012, les Euro Placement Privés réalisés sous le format obligataire devaient faire l'objet d'une cotation contrairement aux Euro PP réalisés sous le format de prêt. Comme le graphique ci-dessous le démontre, plus de la majorité des obligations étaient cotées sur Euronext Paris. Une autre partie (environ 15%) était cotée au Luxembourg, tandis que les émissions des entreprises de taille intermédiaire pouvaient être cotées sur Alternext. Enfin, le résiduel consistait en des prêts non cotés. L'année 2013 a été relativement similaire à 2012, excepté que davantage d'obligations ont été cotées sur le marché Alternext. En 2014, les choses ont commencé à évoluer. En effet, la réforme du Code des assurances a permis un dynamisme des émissions non cotées, représentant environ 30% des Euro PP annuels, composées de prêts mais également d'obligations.

Evolution de la répartition des places de cotation des émissions des Euro PP entre 2012 et 2014

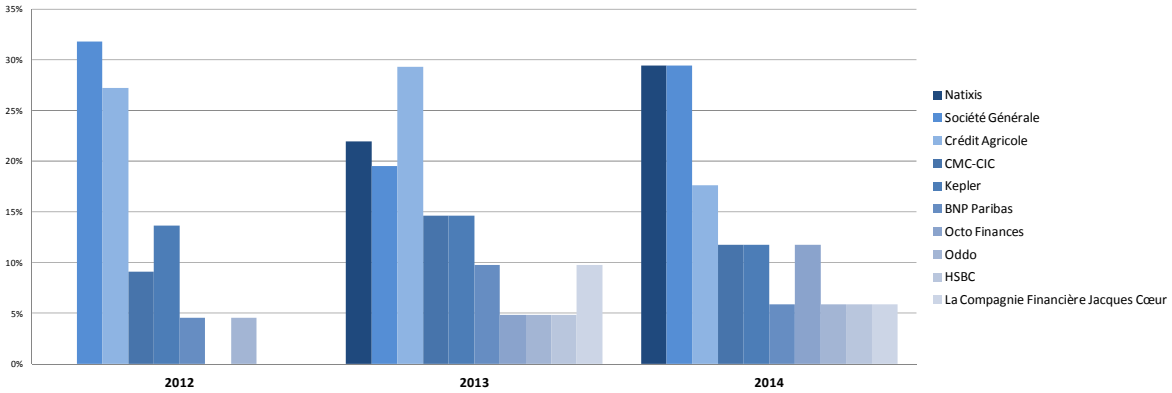


Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

Banques conseil

Nous avons évoqué précédemment la nouvelle stratégie des banques, qui consiste à originer les placements privés en euros en étant un intermédiaire entre les émetteurs et les investisseurs. Lors de nos analyses, il est apparu que les banques se livrent désormais à une féroce compétition pour gagner ou défendre leurs parts de marché. Le graphique ci-après représente l'évolution des parts de marchés des banques conseils les plus actives.

Evolution des parts de marché des arrangeurs des Euro PP entre 2012 et 2014



Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

Durant l'année 2012, la Société Générale et le Crédit Agricole sont les deux banques françaises qui sont parvenu à conseiller un nombre important des émetteurs réalisant des Euro Placements Privé. Elles ont conseillé respectivement 7 et 6 opérations en partie grâce à la conclusion de partenariats avec l'assureur Axa.

Au cours de l'année 2013, ces deux banques ont poursuivi leur rôle d'intermédiaire en conseillant 8 et 12 placements privés. Toutefois, elles ont été confronté à la concurrence d'autres banques, comme Natixis (qui est parvenue à conseiller 9 opérations), CMC-CIC ou encore BNP Paribas.

En ce début de l'année 2014, les banques Natixis et Société Générale sont celles qui ont conseillé le plus de placements privés en euros, suivies du Crédit Agricole.

2. Etude du profil des émetteurs cibles

a) Le marché de l'US PP

Investisseurs
Les investisseurs sont en très grande partie des assureurs et fonds de retraite américains et anglo-saxons.

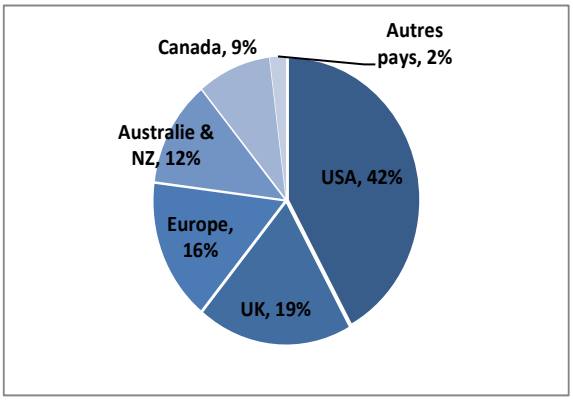
Notation
Entre la période 2003-2006 et 2009-2013, la proportion des émetteurs notés NAIC 1 et NAIC 2[44] est restée assez stable : elle est de 37% de NAIC 1 et 63% de NAIC 2 en 2013.

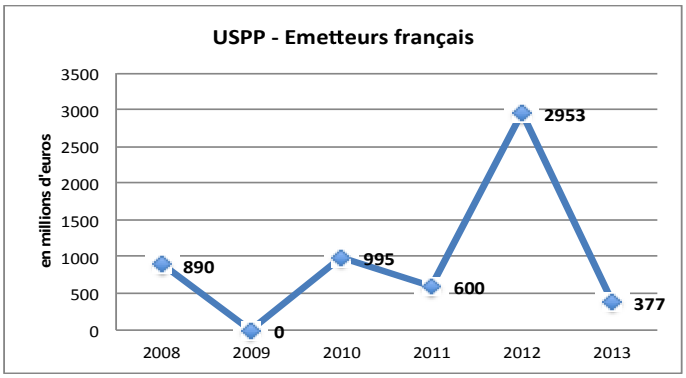
Taille des émetteurs
Etant donné la taille moyenne des émissions (environ 210M$) ainsi que d'autres facteurs contraignants pour une PME tels que les roadshows coûteux ou le besoin d'une bonne notoriété et d'une certaine qualité de crédit (émission possible aux entreprises de catégorie NAIC 2 ou NAIC 1 uniquement), seules les grandes entreprises accèdent au marché.

Répartition géographique
Les émetteurs américains ont représenté 42% des émissions au cours des trois dernières années. Les émetteurs européens (« cross border ») constituent plus de la moitié du volume du marché. Parmi ces derniers, une présence importante du Royaume Uni avec 16% des volumes d'émissions « cross-border » des USPP. On note également la présence d'émetteurs d'Allemagne (5% en 2013), des Pays-Bas et de France.

La concurrence des Euro PP qui se diffuse progressivement auprès des émetteurs traditionnels des USPP explique donc en partie la baisse du volume d'émission des USPP en 2013 constaté précédemment.

Par ailleurs, comme le montre le graphique « USPP – Emetteurs français », le coup d'arrêt a été particulièrement senti chez les émetteurs français d'USPP où le volume d'émission est passé à seulement 377M$ en 2013 après une année record à presque 3Mds$. Enfin, l'Australie et le Canada comptent chacun depuis plusieurs années pour environ 10% des émissions USPP.



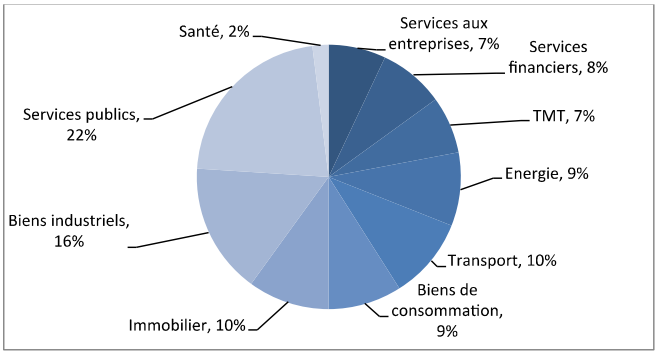


Sources : Barclays et BNP Paribas

[44] Grille de notation américaine (NAIC 1 : entreprises notées entre AAA et A-, NAIC 2 : entreprises notées entre BBB+ et BBB-)

Répartition sectorielle

Répartition sectorielle des émissions de placements privés US en 2013



Source : ACIC 2014 Spring Investment Forum

Le marché des USPP est bien diversifié. Les émetteurs du secteur des services publics et celui des biens industriels sont les premiers émetteurs et représentent respectivement 22% et 16% des volumes levés en USPP en 2013.

b) Le marché du Schuldschein

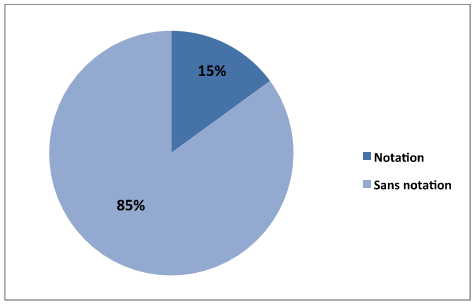
Investisseurs

Les investisseurs sur le marché du Schuldschein sont surtout des acteurs institutionnels tels que les banques (notamment des banques régionales allemandes), les caisses d'épargnes, les fonds et les assureurs. La majorité des investisseurs sont d'origine allemande (plus de la moitié des investisseurs).[45] Nous notons néanmoins une croissance de la proportion d'investisseurs internationaux, par exemple les filiales de banques asiatiques qui sont présentes en Allemagne.

Notation

Une majorité des émetteurs émettent sans notation. En 2013, la proportion des émetteurs non notés était de 85%.

Répartition des émetteurs notés et non notés par une agence de notation en 2013



Source : Rapport PEP PME 2014 – Europlace

Taille des émetteurs

Les émetteurs sont composés de sociétés connues et bien installées tels que BMW, Porsche ou Lufthansa, mais de nombreuses PME-ETI sont également présentes. Nous avons constaté une hausse du nombre d'entreprises émettant pour la première fois en 2013. Selon les spécialistes,

[45] "In the debt markets, an insight into current market conditions", PWC, juin 2013

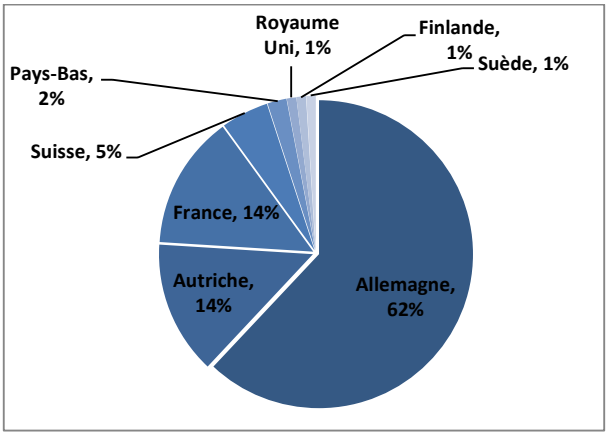
« une première émission Schuldschein représente souvent pour une PME ou une ETI une première étape vers un recours plus large et plus diversifié aux marchés financiers »[46]

Répartition géographique

Les émissions de Schuldschein ont été traditionnellement réalisées par des entreprises allemandes. Néanmoins, le marché s'est progressivement ouvert aux émetteurs étrangers.
En 2013, les émetteurs étrangers tels que Clariant (Suisse), Saintsbury's (Royaume-Uni) ou Huhtamaki (Finlande) représentaient 38% du volume total des émissions de Schuldschein.

Les émetteurs du côté de la France ont aussi été particulièrement dynamiques ces dernières années. Ils représentaient 14% des émissions de Schuldschein en 2013. En 2012, plus de 1Mds€ ont été levés par six entreprises : Orpéa, Bureau Veritas, Seb, Plastic Omnium, Sonepar et Neopost.
En 2013, des entreprises telles que Vilmorin, Fromageries Bel, Zodiac, Aerospace et Unibail-Rodamc ont eu recours au Schuldschein pour un volume d'émission équivalent à celui observé en 2012.[47]

Répartition géographique des émissions de Schuldschein en 2013



Source : Loan Market Association 02/2014

Répartition sectorielle

Le marché du placement privé allemand est principalement dominé par les industries fortement capitalistiques (industries, utilities, automobile, etc).

c) Le marché de l'Euro PP

Investisseurs

Les investisseurs actifs sur le marché des placements privés en euros sont essentiellement les assureurs français, ainsi que les banques partenaires. Plus récemment, certains investisseurs institutionnels européens ont également souhaité participer durablement à ce nouveau marché.
Toutefois, à la différence du marché allemand, les acteurs régionaux et locaux ne participent que très peu à ce type de financement. Par conséquent, les liens entre les sociétés émettrices et les investisseurs institutionnels nationaux sont moins étroits qu'en Allemagne.

Les investisseurs institutionnels présents sur le marché des Euro Placements Privés sollicitent fréquemment directement certaines ETI françaises pour leur proposer de recourir à un

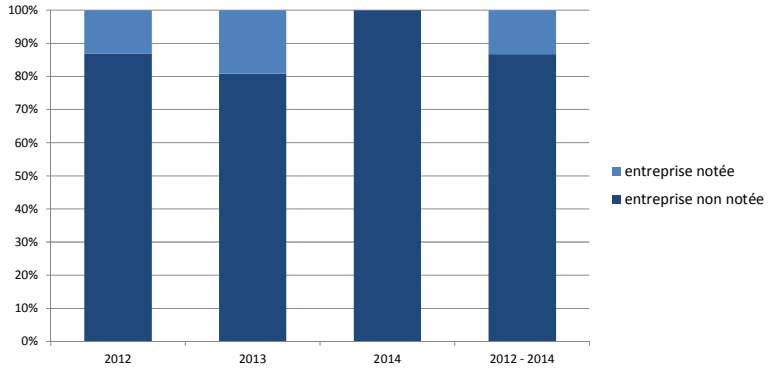
[46] Rapport Paris Europlace – Financement en dette des PME/ETI – Mars 2014
[47] Etude HSBC – Janvier 2014

placement privé obligataire. On parle alors d'un processus « reverse enquiry », puisque traditionnellement sur les marchés américains et allemands, c'étaient les entreprises qui sollicitaient les différents investisseurs directement ou par l'intermédiaire d'un conseiller.

Notation

Une très grande majorité des entreprises émettrices sur le marché des Euro PP ne sont pas notées par les agences de notation comme le démontre le graphique ci-après. Leur proportion, de l'ordre de 85% est semblable au marché allemand du Schuldschein.

Répartition des émetteurs notés et non notés par une agence de notation



Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

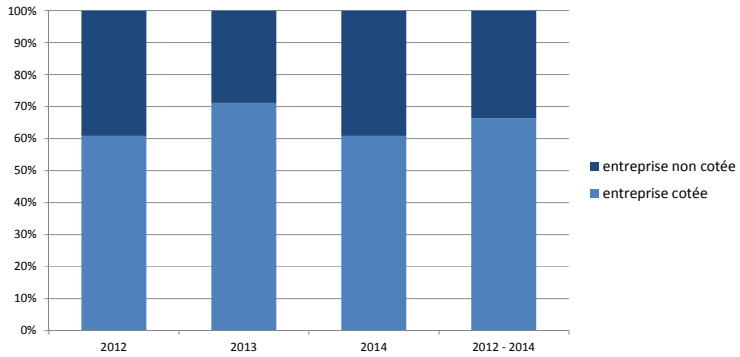
Toutefois, nous avons remarqué que les émetteurs ayant participé jusqu'à présent au développement des Euro PP sont ceux ayant un profil financier de qualité, qu'on pourrait assimiler à un profil « investment grade » et qui génère d'importants cashflows. Selon Gabriel Levy *(Natixis, Co-Responsable de l'origination obligataire corporate),* certains investisseurs institutionnels utilisent alors le terme de « rating implicite » ou « shadow rating ».

Nous pouvons également souligner la tendance actuelle des investisseurs à envisager de financer des ETI possédant une notation implicite de moins bonne qualité. Ainsi, Guy Silvestre *(Société Générale MCIB, Responsable global capital markets),* affirme cette idée : « après les sociétés possédant une qualité de crédit robuste, les investisseurs commencent à étudier des émetteurs du segment inférieur, c'est-à-dire des sociétés plus petites ou ayant un profil de risque plus élevé». Ceci permettra un élargissement du nombre d'émetteurs potentiels.

Cotation des émetteurs

A l'inverse de l'absence de notation, les entreprises émettrices sont majoritairement cotées en Bourse. Le graphique suivant montre qu'environ 65% des émetteurs sur la période 2012 – 2014 étaient cotés.

Répartition des émetteurs cotés et non cotés en bourse



Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

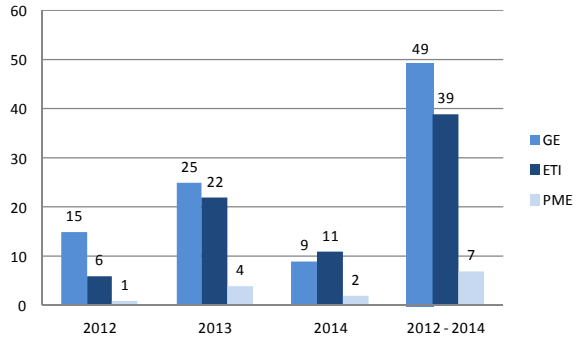
Toutefois, nous pouvons remarquer qu'entre 2013 et 2014, la proportion d'entreprises émettrices non cotées a augmenté, passant de 29 à 39%. Cette tendance nous paraît positive puisque davantage de petites entreprises non cotées commencent à avoir également accès au marché des Euro Placements Privés.

Taille des émetteurs

Les premiers placements privés en euros réalisés en 2012 ont davantage concerné des entreprises d'une taille relativement importante. En effet, certains investisseurs institutionnels, à l'image d'Axa, avaient fixé des critères financiers sélectifs comme l'instauration de seuils minimaux concernant le chiffre d'affaires des sociétés émettrices (supérieur à 200m€ pour l'assureur français).

Toutefois, au fil du temps et d'une meilleure connaissance du fonctionnement du marché des Euro PP, les investisseurs ont commencé à financer des sociétés possédant un profil financier hétérogène. Certains groupes possèdent une taille très importante, avec un chiffre d'affaires supérieur à 16 milliards d'euros tels Sonepar ou Adéo. D'autres ont un chiffre d'affaires de l'ordre d'un milliard d'euros tels Neopost. Enfin, il existe des sociétés ayant un chiffre d'affaires nettement plus faible et inférieur à 500M€ tel que Vranken-Pommery qui est parvenu à séduire les investisseurs grâce à sa qualité de crédit malgré une émission de seulement 35m€ qui nécessitait des tickets faibles des investisseurs.
Ainsi, les ETI et certaines PME non notées qui ont des besoins financiers inférieurs aux montants minimums levés sur le marché obligataire public, ont recouru aux placements privés en euros.

Répartition des profils des émetteurs en fonction de leur taille



Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

Les grandes ETI sont encore privilégiées par les investisseurs institutionnels.
D'après l'agence de notation Standard & Poor's, les sociétés émettrices possèdent un chiffre d'affaires compris entre 100m€ et 1,5Md€. Mais l'agence a souligné en 2013 que c'était « les grandes entreprises qui captaient encore la majorité des volumes de financements alternatifs » en raison de seuils financiers encore importants : de l'ordre de 250m€ de CA pour un Euro PP de format « prêt » et 500m€ de CA pour le format « obligation », ce qui correspond environ à un EBITDA[48] de 100m€.

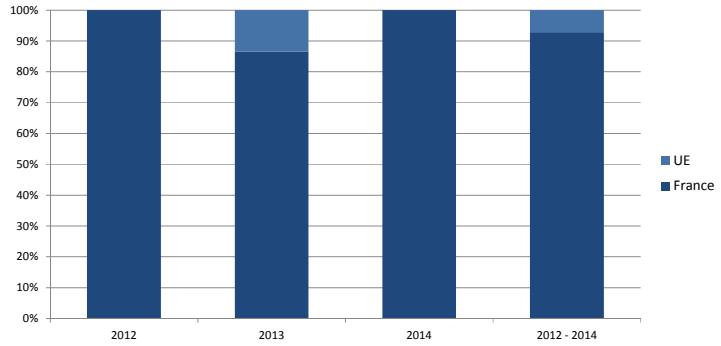
La situation des PME est très différente de celle des ETI. Celles-ci ne disposent pas véritablement de besoins de financements suffisants pour intéresser les investisseurs financiers présents sur le marché des Euro Placements Privés. Par conséquent, le crédit bancaire reste la principale source de financement en dette pour les PME. Dès lors, il nous paraît important de parvenir à préserver la capacité des banques françaises et européennes à octroyer des prêts aux entreprises et notamment aux PME qui sont celles qui en ont le plus besoin. Ainsi, le développement du marché des Euro Placements Privés, bien que peu ouvert aux PME, peut bénéficier indirectement à celles-ci, en encourageant la diversification des financements des ETI et par la même occasion en préservant le financement des banques.
Comme nous l'avons souligné, les investisseurs institutionnels européens, ne procédaient jusqu'à présent que très rarement à des analyses crédit approfondies des émetteurs, car ceux-ci étaient notés par les agences de notation spécialisées. Dès lors, certains investisseurs acceptent de financer les émetteurs non notés, à condition de pouvoir investir un montant suffisamment élevé au regard du temps et des ressources utilisés pour étudier leurs dossiers.

Pour cette raison, les placements privés réalisés en 2012 ont fait la part belle aux émissions d'une taille relativement élevée, dépassant souvent 50 à 100m€. Les premiers « Euro PP » ont donc concerné davantage des groupes de taille importante, que les PME et ETI au sens strict de la LME. Dès lors, il conviendra que dans un proche avenir, la tendance actuelle consistant à ce que des PME et ETI de taille inférieure parviennent à se financer par l'intermédiaire de placements privés obligataires en euros, se poursuive. Cela sera certainement possible au fur et à mesure que les investisseurs institutionnels maitriseront mieux la culture du crédit des entreprises Midcaps.

Répartition géographique
Depuis la naissance du marché des Euro PP en 2012, les entreprises émettrices ont été très majoritairement des entreprises françaises, bien que possédant un profil internationalisé. D'après le graphique ci-dessous, elles ont représenté plus de 90% des émissions lors des deux dernières années.

[48] EBITDA : Earning Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

Répartition géographique des émetteurs d'un Euro PP entre 2012 et 2014



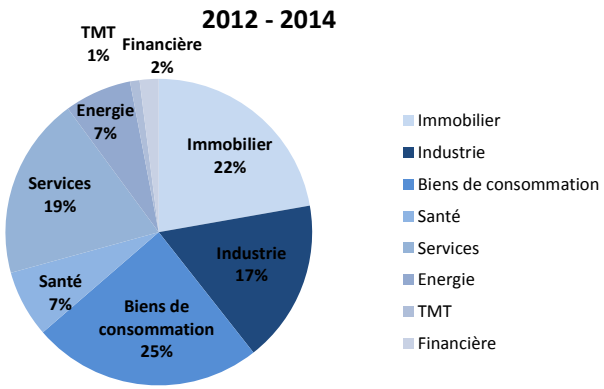
Source : étude empirique menée par Kévin Papelard et Van Anh Lam Nguyen

Théoriquement, cet instrument de financement est ouvert à tout type de sociétés émettrices, mais les groupes européens ou étrangers n'ont pas encore recouru massivement aux Euro Placements Privés. Pourtant nous pensons que cette situation serait la bienvenue dans les années à venir, afin de consolider le volume des émissions de ce nouveau marché, et également d'apporter davantage de diversité dans le profil des émetteurs.

Répartition sectorielle

Lorsque l'on étudie la répartition sectorielle des émetteurs ayant eu recours aux Euro Placements Privés pendant la période de 2012 à 2014, il apparaît que ce récent marché est davantage diversifié que le marché High Yield à ses débuts. En effet, certes quatre secteurs tels « biens de consommation », « immobilier » « services » et « industrie » représentent près de 83% du volume d'émission de cette période mais aucun secteur « n'écrase » véritablement les autres.

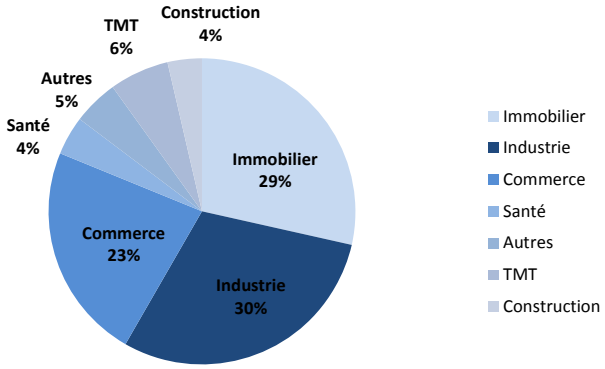
Répartition sectorielle des émissions des Euro Placements Privés lors de la période 2012-2014



Il nous semble également important de souligner que la répartition sectorielle des émetteurs reflète assez bien la répartition sectorielle des ETI françaises[49], bien que la nomenclature diffère quelque peu comme l'atteste le graphique ci-dessous.

[49] Rapport sur l'évolution des PME – Edition 2013 – BPI France

Répartition sectorielle des ETI françaises en 2010



Le secteur d'activité des ETI peut être un des critères importants pour les investisseurs institutionnels. Par exemple, le secteur de la distribution alimentaire ou de la santé comme les établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes sont considérés comme des secteurs défensifs et plébiscités par les investisseurs. A l'inverse, des secteurs comme celui du conseil où les sociétés peuvent afficher un certain manque de visibilité sont moins appréciés.

Néanmoins, certains investisseurs institutionnels à l'image d'Aviva affirment qu'ils « ne s'interdisent pas d'investir dans un secteur d'activité si le couple risque-rendement est satisfaisant ». Ainsi, des entreprises évoluant dans le secteur du conseil parviennent à recourir aux Euro PP, c'est notamment le cas d'Havas, d'Altran, d'Akka Technologies ou de Deloitte, qui en plus d'évoluer dans ce domaine, possède une structure juridique particulière sous forme de « partnership ».

Il est également à noter que les entreprises sous forme de coopératives agricoles (Sodiaal et Agrial par exemple) séduisent de plus en plus les investisseurs institutionnels et parviennent à recourir aux placements privés en euros. Leur secteur d'activité porteur, à savoir l'alimentation, attire ces investisseurs étant donné de bonnes perspectives de croissance. De plus, le profil financier de ces coopératives présente, en général, un endettement faible, « en raison qu'une part significative du résultat net soit affecté aux capitaux propres », d'après Patricia Vivier *(Sodiaal, Directrice des financements).*

3. Tableau de synthèse

Le tableau ci-après permet d'avoir une vision comparative et synthétique de l'ensemble des caractéristiques de chaque marché de placement privé abordé précédemment.

		Euro PP Obligataire	Euro PP Format Prêt	Schuldschein	US PP
MARCHE	Volume réalisé en 2013 (en Md€)	~ 3,98 Mds€	~ 305M€	~ 8,6 Mds€	~ 65,2 Mds€
	Nombre d'opérations réalisées en 2013	50	3 connues	65	116
INVESTISSEURS	Base Investisseurs	Assureurs, caisses de retraite et sociétés de gestion d'actifs françaises	Assureurs et banques françaises	Filiales de banques, assureurs et sociétés de gestion allemandes et internationles	Assureurs et fonds de pension US et UK
	Nationalité des émetteurs	Française	Française	+60% Allemande	47% US
	Nombre d'investisseurs	~ 20	~ 20	~ 400	~ 50
STRUCTURE	Taille des opérations	3,8m€ - 507m€	EUR25m-EUR100m	50m€ - 550m€	50m$ - 1,5Mds$
	Maturité	3 à +10 ans Liquidité profonde à 7 ans	3 à 7 ans	3 à 10 ans avec diverses tranches possibles Liquidité profonde à 5 ans	5 à + 10 ans avec diverses tranches possibles
	Devise	EURO	EURO	Généralement EURO (USD, GBP, CHF)	Généralement USD (EURO, GBP, CAD)
	Structure	In fine Multi Tranche - Fixe	-	In fine ou Amortissement Multi Tranche - Fixe et/ou Variable	In fine ou Amortissement Multi Tranche - Fixe
EXECUTION	Marketing	1-1 meetings	1-1 meetings	Roadshow à Frankfort	2 - 3 Roadshows aux Etats-Unis
	Coûts d'exécution(excl. Frais bancaires)	100k€ (coûts juridiques)	-	20k€ (coûts agent)	150k$ (coûts juridiques et de roadshow)
	Temps d'exécution(en nombre de semaines	6	6 à 8	6 à 8	6 à 12
	Coût de Financement	Légèrement plus favorable qu'une obligation non notée car base investisseurs domestiques		Attractif principalement sur le milieu de la courbe	Attractif principalement sur la partie longue de la courbe
CADRE JURIDIQUE ET LEGAL	Documentation Phase préparatoire	Documentation obligataire Prospectus Droit français ou anglais Phase préparatoire limitée	Documentation bancaire, type LMA	Contrat de droit allemand Phase préparatoire limitée	Note purchase agreement Droit NY Phase préparatoire intense
	Covenants	Covenants financiers Step-up coupon (au cas par cas)	Covenants de type bancaires	Covenants de type bancaires	Covenants financiers
	Confidentialité	Opération généralement publique	Opération 100% confidentielle	Opération semi-confidentielle	Opération semi-confidentielle
	Cotation	OUI OU NON	NON	NON	NON
	Notation	OUI ou NON	NON	OUI ou NON (85%)	OUI : NAIC
	Normes Comptables	Pas d'exigence	Pas d'exigence	Pas d'exigence	IFRS ou US GAAP
COMMENTAIRES	Points forts	Grand flexibilité sur montants Exécution discrète Marketing ciblé	Opération totalement confidentielle	Grande flexibilité sur montants Documentation légère	Grande flexibilité sur montants et maturités Règlement différé possible Longues maturités possibles
	Points faibles	Euro uniquement Marché peu profond	Euro uniquement Marché peu profond Maturité limitée	Notoriété en Allemagne souhaitable	Financement en USD

4. Atouts et avantages des deux concurrents de l'Euro PP

Le placement privé américain est principalement accessible aux grandes entreprises européennes et françaises. Notons qu'il est trop contraignant et coûteux pour une PME française ou européenne d'émettre des USPP (roadshows complexes et chers, manque de notoriété des émetteurs, faible qualité de crédit, etc).

Pour les grandes entreprises européennes (dont les entreprises françaises), l'USPP présente de nombreux avantages.

Tout d'abord, l'USPP est un support qui permet aux entreprises d'emprunter sur une maturité longue, leur permettant ainsi de posséder un large éventail d'outils de financement.
En effet, le marché américain des placements privés est celui qui offre les durées d'emprunts les plus longues en comparaison avec l'Euro PP. La même situation est observée en Allemagne où le marché du Schuldschein est principalement animé par les banques, et où par conséquent, les financements obtenus sont souvent inférieurs à 5 ans.

Par ailleurs, pour les grands émetteurs européens, le placement privé américain a l'avantage d'éviter les lourdes obligations d'informations relatives à une levée de fond en USD sur les marchés financiers américains.

Néanmoins, notons que comme souligné précédemment, les émissions d'USPP par les émetteurs européens, en particulier français, ont fortement diminué entre 2012 et 2013, principalement en raison d'une concurrence croissante de la part des Euro PP. En effet, les émissions d'USPP en USD ne répondent parfois pas à la demande de certaines entreprises européennes dont les activités permettent d'avoir d'ores et déjà suffisamment de cash-flows en dollar pour satisfaire leurs besoins et qui ont impérativement des besoins d'émettre en euros.

L'USPP a ainsi récemment mis en place des tranches Euro, permettant aux entreprises désireuses de lever des fonds en euro aux Etats-Unis de pouvoir le faire. L'objectif pour les investisseurs américains est d'assouplir leurs conditions pour attirer les émetteurs dont ils apprécient le profil, plutôt que de les voir émettre un Euro PP.
Des efforts ont également été réalisés au niveau des covenants avec des ratios revus à la baisse, au niveau de la simplification de la documentation juridique standard (model form), d'une marche vers l'acceptation des normes comptables locales notamment françaises, voire même au niveau des spreads.

Tout comme l'USPP, le Schuldschein présente de nombreux avantages.
Tout d'abord, et contrairement aux USPP, une documentation juridique allégée permet à ces « certificats de dettes » semblables à des accords de crédits bilatéraux de pouvoir être mis en place de manière peu contraignante. En effet, en étant beaucoup moins contraignant et complexe juridiquement qu'un prêt classique, le Schuldschein peut être mis en place en quelques jours.[50]
Par ailleurs, l'acte de reconnaissance de dette (le Schuldschein) n'est pas un titre financier. Juridiquement parlant, il ne peut donc pas être négocié. En revanche, il peut être cédé selon le formalisme de la cession de créances, ce qui implique donc un marché secondaire relativement liquide.
De plus, le Schuldschein permet aux entreprises d'émettre en Euro, et depuis 2013, en USD, GBP et CHF.
Il est en contrepartie animé par un socle important d'acteurs étrangers, ce qui permet aux entreprises émettrices de se confronter à l'expertise d'un panel varié d'analystes crédit, parmi lesquels des investisseurs internationaux.
Le Schuldschein est également connu pour être accessible aux petites et moyennes entreprises et entreprises intermédiaires et non uniquement aux grandes entreprises, ce qui rend le format très apprécié des entreprises françaises, comme dit précédemment.
Enfin, des coûts de montage très concurrentiels, une absence de contrainte induite par une obligation de notation pour l'émetteur, une assurance de protection du secret des affaires et un

[50] « Le retour en grâce des Schuldschein » - La Gazette – Juin 2014

accès au financement du secteur des assurances complètent le panorama des nombreux avantages relatifs au placement privé allemand.[51]

5. L'Euro PP comme alternative aux marchés historiques du placement privé

Suite à la présentation des principales caractéristiques et avantages des marchés de placements privés américains et allemand, nous pouvons également souligner la pertinence du développement du marché des placements privés obligataires en euros. Ils permettent d'apporter des solutions partielles aux entreprises françaises qui rencontraient jusqu'à présent certaines difficultés pour se financer sur les marchés cités précédemment.

a) Un profil d'émetteurs différent

Tout d'abord, l'accès aux marchés américains et allemands est soumis implicitement à quelques critères sélectifs. Les investisseurs institutionnels américains, majoritairement des fonds de pension et assureurs, financent à long terme les entreprises. En conséquence, ils financent essentiellement des entreprises très internationalisées. Il en est de même en Allemagne, où les investisseurs institutionnels présents sur le marché du Schuldschein, ne financent que les entreprises possédant une part de leur activité Outre-Rhin.
Dès lors, les PME et ETI françaises, peu internationalisées ou non présentes sur le marché allemand, réalisant une part significative de leur activité en France ne peuvent accéder au marché des USPP ou du Schuldschein. Ainsi, l'émergence du marché des Euro PP semble intéressante et permettrait à certaines de ces entreprises de pouvoir enfin accéder à ce mode de financement alternatif.

b) Une autre solution de financement

Certaines PME et ETI françaises ont déjà eu recours aux placements privés américains ou allemands. Mais la naissance du marché européen pourrait accroitre leurs possibilités de financement, et celui-ci pourrait se substituer tout du moins partiellement aux marchés étrangers. Certaines entreprises continueront de privilégier ces marchés internationaux afin de se financer en monnaie étrangère et plus particulièrement en dollar.
Selon Clémence Berroeta[52], « les entreprises qui viennent sur ce marché sont des sociétés au profil fondamental équivalent à l'investment grade, avec peu de levier, souvent cotées, donc rompues à la communication financière, mais qui n'ont pas la taille suffisante pour aller sur le marché obligataire public ». Ainsi, l'Euro PP pourrait être une alternative attrayante pour ces entreprises françaises, leur permettant de se financer en euros auprès d'investisseurs institutionnels européens, et notamment français, et ce, sans avoir à effectuer des road-shows contraignants ni à se contrainte à un processus de notation aux Etats-Unis.

De l'autre côté, la demande des investisseurs est bien présente. En effet, le développement des Euro PP permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles obligataires et leur offre de surcroît une classe d'actif avec un rendement élevé (de 2,75% à 5%, contre des rendements de 2% à 5% chez les émetteurs obligataires les mieux notés).

---

[51] « Le financement Schuldschein ; analyse d'un financement alternatif allemand en plein essor » - Antoine-romain Cuny De La Verryère – Relations et Droit International – mars 2014
[52] Directeur exécutif origination de dette corporate midcaps chez Crédit Agricole CIB

c) Un choix de maturité inférieure à l'USPP limitant les coûts

Enfin, certaines entreprises françaises de taille intermédiaire se finançant jusqu'à présent sur le marché des USPP, pourraient voir dans le développement du marché des Euro PP, la possibilité de se financer à moindre coût. En effet, les investisseurs institutionnels américains financent les émetteurs sur de longues périodes : on remarque une préférence pour des financements de 10 ans ou plus. Certes, cela répond parfois à un réel besoin des entreprises, mais pas toujours. En contrepartie, les coûts des émissions obligataires par placements privés américains peuvent être relativement élevés compte tenu de la longue maturité de la dette financée.

Dès lors, des entreprises acceptant une réduction de la maturité de leurs émissions obligataires au profit d'un coût moindre, pourraient apprécier le fait de se financer sur le marché des Euro PP. La société Bonduelle en est le parfait exemple : l'entreprise avait étudié la possibilité d'effectuer un placement privé obligataire américain, d'un montant équivalent à celui finalement réalisé en Europe (150m€) mais d'une maturité supérieure à dix ans au lieu de six ans et demi. Par conséquent, elle aurait dû concéder une rémunération beaucoup plus élevée (comprise entre 4,60% et 4,80%), alors que son coupon fut de 3,83% pour son Euro PP.

6. Estimations de la future taille du marché des Euro PP

De nombreux professionnels du secteur se sont livrés à des estimations de la taille probable du marché des Euro PP dans les années à venir en France et en Europe en se basant sur le besoin des entreprises et plus particulièrement ceux des ETI et PME.

a) Evaluation du besoin de financement des entreprises

En France

Selon Alexandra Krief *(Standard & Poor's, responsable de l'équipe mid market)*, le besoin de financement des entreprises de taille intermédiaire (ETI) en France est estimé à hauteur de 800 Mds€ de dette pour les cinq prochaines années[53], ce qui correspond à la fois à un besoin de refinancement de la dette déjà existante (pour 600 Mds€) et un besoin de financement de nouvelles lignes afin de se développer (200 Mds€). Son étude repose sur un échantillon de 631 ETI dont 489 sont non cotées.

De façon annuelle, les besoins de financement des ETI et PME correspondraient à environ 100 Mds€ d'après le rapport Paris-Europlace[54].

Les besoins de financement de l'ensemble des entreprises françaises atteignent quant à eux 1 500 Mds€, soit une somme plus importante étant donné la prise en compte des petites et moyennes entreprises (PME) ainsi que les grandes entreprises cotées.

En Europe

Toujours selon l'agence de notation S&P, le besoin de financement des ETI européennes (Royaume-Uni compris) est estimé entre 2 450 et 2 830 Mds€ à horizon 2018[55]. Le besoin de refinancement est évalué à hauteur de 2 100 Mds€, tandis que les nouveaux financements sont estimés entre 350 et 730 Mds€.

---

[53] French Mid-Market Companies Display Financial Conservatism In Challenging Economic Times, Octobre 2013

[54] Rapport Europlace Mars 2014 ; Rapport FINECO, Fev. 2013 ; Rapport Berger-Lefebvre, Avril 2013

[55] Mid-Market Funding In Europe Is Making Strides, But Has Far To Go, Standard & Poor's, Avril 2014

b) Prévisions de la taille potentielle du marché Euro PP

Etant donné ces besoins de financements considérables, à la fois pour les ETI françaises, que les entreprises européennes, le marché des Euro Placements Privés devrait poursuivre son expansion afin d'accompagner le développement de ces entreprises.

En Europe
D'après l'agence S&P, il parait très raisonnable d'estimer qu'environ 5% des besoins de financement des ETI européennes seront financés par les placements privés. Dès lors, il résulterait que le taille du marché des Euro PP atteigne 175 Mds€ d'ici 5 ans, soit 35 Mds€ en volume annuel d'émission. A titre de comparaison, comme nous l'avons précédemment souligné, le volume des émissions des placements privés des entreprises européennes a atteint 29 Mds€ en 2013 et 32 Mds€ en 2012.

Certains professionnels, à l'image de Pierre-Antoine Gailly *(CCI Paris-Ile de France, Président)* et Gérard Mestrallet *(Paris Europlace, Président & PDG de GDF Suez)* estiment que le marché des Euro PP devrait représenter à terme en Europe environ 50 Mds€ par an, dont entre 10 et 15 Mds€ pour la France.
D'autres analystes, comme ceux de la Société Générale affirment que le marché des placements privés en Europe atteindra d'ici cinq ans, 60 Mds€ dont 25% pour la France (soit 15 Mds€) alors que la France représentait seulement 14,8% du marché Euro PP en 2013 avec un volume de 4,3 Mds€ sur le total des 29 Mds€, ce qui démontre le potentiel de croissance important dans les prochaines années.

En France
Nous avons remarqué un certain consensus des différents professionnels concernant les prévisions des émissions des placements privés en euros dans les années à venir.
A court terme, Guy Silvestre *(Société Générale Mid Caps Investment Banking, Responsable global capital markets)* s'attend, tout comme la Banque de France, à un volume entre 5 et 6 Mds€ d'ici 2015. Tandis qu'à moyen terme, c'est-à-dire dans les cinq années à venir, le volume d'émission des Euro PP serait plutôt estimé entre 10 et 15 Mds€ selon Vincent Falantin *(Allianz, directeur de la stratégie d'investissements).*

Ainsi, on pourrait raisonnablement penser qu'à court terme, les placements privés en euros représenteraient 5% du besoin de financement des ETI françaises (soit environ 8Mds€ par an), alors qu'à moyen terme, le marché des Euro PP pourrait contribuer à hauteur de 10% du besoin de financement des ETI, étant donné le recours de plus en plus à la désintermédiation, ce qui représenterait une manne de 16 Mds€.

IV. Les Euro PP, un marché à fort potentiel sous réserves

Malgré l'optimisme de nombreux professionnels du secteur au sujet du développement futur de ce nouveau marché, il convient de mettre en exergue les différents freins au développement des Euro PP puis de souligner les éventuelles conditions qu'il conviendra de satisfaire afin de voir les PME et ETI accéder véritablement à cette nouvelle source de financement de manière durable. Enfin, nous nous attarderons à étudier les principales réformes qui ont vu le jour depuis 2012 pour permettre au marché des Euro PP de se consolider.

A. Le marché des Euro PP à ses prémices

Afin de prolonger le développement des placements privés obligataires en euros, il nous apparait nécessaire d'attirer davantage d'investisseurs institutionnels et ce de manière durable.
En effet, malgré l'arrivée rapide d'investisseurs institutionnels et plus particulièrement celle des assureurs sur le nouveau marché des placements privés obligataires en Europe, ils sont encore trop peu nombreux pour répondre aux importants besoins de financement des ETI. D'autres investisseurs institutionnels devront participer à ce nouveau type de financement, afin de constituer une réelle aide au financement des ETI dans les années à venir.
Selon plusieurs professionnels du secteur, seulement une vingtaine d'investisseurs institutionnels participent de manière régulière aux placements privés en euros. Hormis le plus important placement privé obligataire effectué par la société Lactalis, trois à quatre investisseurs sont présents en moyenne sur un dossier (contre une dizaine sur celui du groupe laitier). Si cette arrivée parait limitée, c'est parce qu'il existe encore des freins pour les investisseurs institutionnels.

1. La nécessité d'acquérir un savoir-faire en analyse crédit

Tout d'abord, la plupart des investisseurs institutionnels européens ont mis davantage de temps afin de constituer une équipe d'analyse crédit, contrairement aux investisseurs anglo-saxons ou aux banques. Or, dès lors que les investisseurs institutionnels veulent investir dans ce nouveau support, il convient de se structurer en interne ou d'acquérir un savoir-faire par le biais de spécialistes en analyse crédit.

En effet, posséder une telle expertise parait nécessaire. D'une part, cela permet d'évaluer au plus juste la qualité de l'emprunteur, c'est-à-dire bien comprendre son business-model afin de mesurer son risque, et également d'évaluer de façon pertinente le coût du financement, sans céder à la pression concurrentielle des autres investisseurs. On peut remarquer que certaines sociétés de gestion ou de compagnies d'assurances, disposant d'équipes spécialisées, n'ont ainsi pas investi dans certains dossiers, jugeant le niveau de rémunération non suffisant au regard de la qualité de crédit de l'émetteur. D'autre part, les équipes spécialisées en analyse crédit ont également un rôle à jouer en aval des opérations, afin d'être en mesure d'effectuer un suivi régulier de l'investissement. Il convient de mettre en place des indicateurs de la situation financière de l'émetteur, et également de communiquer régulièrement avec les dirigeants.

Toutefois, acquérir une telle compétence n'est pas chose aisée pour les investisseurs institutionnels. On peut dire que c'est seulement depuis 2008 et la faillite de Lehman Brothers, que l'analyse-crédit s'est développée de façon rapide. De plus, les investisseurs institutionnels européens ne disposaient pas d'une culture du crédit d'entreprises, contrairement aux anglo-saxons, étant donné que la majorité des investissements obligataires était pendant longtemps réalisée dans les obligations souveraines.

Nous avons noté que les assureurs français et les plus grands investisseurs comme (Axa, Amundi, BNPPAM, CNP ou Tikehau) ont eu tendance à recruter et renforcer leurs équipes d'analystes en interne depuis 2012 et le développement progressif du marché des Euro PP.
Une autre solution pour les investisseurs institutionnels possédant des équipes moins nombreuses ou n'ayant pas les ressources financières suffisantes pour étendre ces équipes et donc leurs coûts fixes, réside dans le fait de recourir aux capacités d'analyse de banques partenaires grâce à des accords de partenariats.
Certains investisseurs ont privilégié la mise en place d'accord avec des intermédiaires financiers pour recourir à leurs analyses crédit d'une manière externalisée. C'est notamment le cas de Federis et Kepler Capital Markets qui ont mutualisé une partie de leurs coûts d'analyse.

2. L'appréhension d'un nouveau produit

L'essor des placements privés met en avant le fait que les investisseurs institutionnels européens n'avaient jusqu'à présent jamais étudié et analysé des sociétés non cotées. Dès lors, ils doivent apprendre à travailler avec des informations parcellaires distillées par les émetteurs lors d'un placement privé obligataire. Cela renforce donc leur crainte et leur réticence à investir rapidement sur ce marché, en raison d'une certaine asymétrie d'information.

Un autre facteur joue un rôle dans l'arrivée restreinte des investisseurs institutionnels sur le marché des Euro PP. En effet, les risques inhérents aux placements privés obligataires sont différents de ceux des obligations publiques. En ce sens, les placements privés apparaissent moins liquides que les émissions publiques, ce qui constitue un inconvénient pour l'investisseur institutionnel.

De plus, plusieurs investisseurs institutionnels comme Allianz ont tardé à investir dans les placements privés, jugeant « qu'aucune prime d'illiquidité ne s'était jusqu'à présent matérialisée dans les prix d'émissions durant 2012 et début 2013 ».

Enfin, les investisseurs institutionnels reprochaient pendant longtemps au nouveau marché des Euro PP, qui repose sur des accords de gré à gré, à la différence du marché obligataire public, de ne pas être standardisé. C'est désormais chose faite avec la Charte des Euro PP qui a été bien accueillie en Avril 2014. On peut souligner qu'un délai d'apprentissage parait nécessaire afin de permettre aux différents acteurs de mieux comprendre ces nouveaux actifs, et d'avoir moins d'appréhension à leur égard.

B. Les conditions d'une éventuelle réussite au financement des ETI

1. Un besoin de standardiser le marché

Comme nous l'avons mentionné précédemment, le marché des Euro PP n'en est encore qu'à ses débuts. Ainsi, les investisseurs institutionnels sont encore faiblement représentés, et beaucoup de sociétés de gestion ou d'assureurs hésitent à y participer.

Dès lors, le marché des placements privés obligataires en euros va pouvoir se développer à condition que les investisseurs institutionnels soient davantage attirés vers ce type de placements. En ce sens, l'instauration future des nouvelles règles prudentielles Solvabilité II les incitera à diversifier leurs investissements. Cependant, il conviendra de répondre de manière

favorable à certaines de leurs attentes, tout du moins à court terme, afin de les encourager à participer activement au financement des PME et ETI.

a) Le cadrage d'un profil d'émetteur

Une première étape pourrait consister à mieux définir le profil des émetteurs potentiels sur le marché des Euro PP. A l'image des marchés américains et allemands qui répondent à certains besoins des investisseurs institutionnels, le marché naissant européen devrait prendre en compte les attentes des investisseurs. Dans le but d'attirer davantage les investisseurs institutionnels, il conviendrait de répondre à leurs besoins de diversification. Ils sont nombreux à affirmer qu'ils souhaitent davantage diversifier les lignes de leurs portefeuilles, en choisissant de financer des nouvelles signatures d'émetteurs, pour lesquelles ils n'ont encore jamais investi. Cela concerne plus particulièrement les entreprises de taille intermédiaire et les PME. Ainsi, selon nous, il serait judicieux de limiter l'accès au marché des Euro PP aux ETI et PME, et non pas aux grandes entreprises cotées ayant déjà effectué une émission obligataire publique.

b) Un appel à la standardisation

Depuis 2012, les investisseurs institutionnels ont été nombreux à manifester leur volonté d'une plus grande standardisation du marché des Euro PP. Ils souhaitaient que les discussions aboutissent à la définition d'une « documentation standard », à la manière de ce qui existe sur le marché des USPP. Au regard de la complexité du travail à réaliser pour originer un Euro PP : rencontres entre émetteurs, institutionnels et banquiers, négociations portants sur les caractéristiques des financements : taille de l'émission, rémunération du coupon, clauses juridiques, et analyses financières ; il paraissait utile de normaliser davantage la documentation et de simplifier le fonctionnement de ce nouveau marché. Cela est chose faite…

c) La Charte des Euro PP : un aboutissement à la standardisation

La Charte des Euro Placements Privés, effective depuis avril 2014, a constitué « une avancée importante en Europe en définissant un cadre de référence ainsi qu'une liste des bonnes pratiques destinée à accompagner le développement de ce nouveau marché » comme l'a stipulé Christian Nover, le gouverneur de la Banque de France. De plus, il existe un élément non négligeable : elle a été adoptée dans l'intérêt commun des différents acteurs, c'est-à-dire des entreprises émettrices, des investisseurs institutionnels ainsi que des intermédiaires tels les banques ou les sociétés de gestion.

Dès avril 2013, l'AF2i[56] , l'Amafi[57], la FFSA ainsi que l'AFTE[58] ont créé chacune un groupe de travail afin de réfléchir au développement potentiel d'une standardisation en vue de répondre aux besoins de leurs adhérents, sans toutefois remettre en question le caractère flexible des placements privés en euros.
Après avoir été validée par les différents acteurs de la place de Paris, depuis janvier 2014 dernier, la Charte des Euro Placements Privés a été présentée le 30 avril 2014 par le ministre des Finances et des Comptes publics ainsi que le ministre de l'Economie, du Redressement productif et du Numérique en exercice.

[56] AF2i : L'Association Française des Investisseurs Institutionnels
[57] Amafi : L'Association française des marchés financiers
[58] AFTE : L'Association Française des Trésoriers d'Entreprises

La documentation finale possède un caractère pédagogique qui permettra aux différents acteurs de mieux se familiariser avec les bonnes pratiques. Ils percevront mieux les modalités à accomplir lors des différentes phases d'un placement privé en euros : sa préparation nécessitant des négociations, son exécution, ainsi que sa gestion jusqu'à la maturité. En d'autres termes, la charte contient différents modèles de documentations, non contraignants (accord de confidentialité, mémorandum d'information, questionnaire de due-diligence, des exemples de clauses), qui pourront être utilisés et adaptés selon leurs besoins par les acteurs du marché.

Cette standardisation vise à permettre au marché des Euro PP de devenir le marché de référence en Europe en renforçant son rayonnement afin d'attirer davantage d'investisseurs institutionnels internationaux.

2. La création de nouveaux produits

a) Un appel à des produits utiles aux investisseurs

De plus, une évolution de la réglementation semblait également être attendue par les investisseurs. Ainsi, Philippe Forni *(Camgestion, Directeur Général)* affirmait en 2013 «qu'une évolution réglementaire du Code des assurances serait nécessaire afin que l'acquisition d'obligations et l'éligibilité des prêts dans les portefeuilles des assureurs soient plus facilement réalisables ». Il en est de même pour Xavier Nicolas *(Aviva Investors France, Responsable gérant)* qui soulignait le fait « qu'il fallait être capable de créer des produits éligibles au Code des assurances ».

Certains professionnels du secteur allaient jusqu'à penser qu'il serait nécessaire de porter des modifications au monopole bancaire initié par la loi relative à l'activité des établissements de crédit de 1984. Ils ne souhaitent pas libéraliser le prêt aux entreprises, mais convoitaient tout de même « un élargissement du périmètre dérogatoire au monopole bancaire afin de permettre aux investisseurs institutionnels de souscrire plus facilement aux placements privés obligataires de type loan » à l'image d'Eric Fiszelson *(Herbert Smith, associé)* ou de Muriel Nahmias (*Bfinance, Consultante Senior).*

b) La réforme du Code des assurances

Jusqu'en août 2013, certains articles du Code des assurances freinaient le financement des entreprises par l'intermédiaire des placements privés. Mais le décret du 2 août 2013 a modifié le Code des assurances afin de favoriser les investissements des assureurs qui jusqu'à présent devaient investir essentiellement dans les placements privés sous forme d'obligations cotées.

Cette réforme du Code des assurances a consisté à permettre aux assureurs de participer au financement des PME et ETI sous la forme de prêts directs ou par l'intermédiaire de fonds de prêts à l'économie à hauteur de 5% du total de leurs encours. Précisons toutefois, que leur exposition à une unique contrepartie ne doit pas être supérieure à 1% de leurs encours.

Cette évolution était attendue depuis de longs mois comme l'a fait remarquer Jean-Jacques Duchamp (Crédit Agricole Assurance, DG Adjoint) : « les assureurs se sont battus depuis plus de 12 mois et sommes très satisfaits car ce sont quatre-vingt-dix milliards d'euros supplémentaires qui pourront à terme financer ces entreprises si l'on applique le seuil des 5% aux 1 800Mds€ des passifs des assureurs ». De même, Rémy Savoya *(Kepler Corporate Finance, Directeur exécutif)*

s'est réjoui de la réforme en affirmant « qu'elle allait donner une nouvelle profondeur au marché des Euro PP durant les mois à venir ».

Ainsi, l'assureur CA Assurances prévoit de prêter davantage aux ETI en ayant recours aux fonds de prêts puisqu'il juge cet outil plus simple que le recours aux obligations. Lorsque l'on applique le plafond maximal des 5% du total des encours à l'assureur français, il pourrait investir au total 10 milliards d'euros dans des placements privés en euros sous format loan.

Cependant, il a d'ores et déjà investi plus de 4,5Mds€ en moins de 18 mois, donc nous pensons qu'il conviendra de revoir à la hausse le seuil légal pour les assureurs les plus importants dans les prochaines années afin de ne pas freiner la poursuite du développement des placements privés en euros. En effet, les principales raisons qui ont poussé la direction du Trésor, la Banque de France, l'Autorité des marchés financiers (AMF) et l'Autorité du contrôle prudentiel (ACP) à instaurer cette limite à hauteur de 5% consistent d'une part à protéger le monopole bancaire initié par la loi de 1984 et d'autre part à limiter les craintes concernant la liquidité de ces investissements des assureurs. Etant donné que les assureurs investissent une partie de leurs fonds dans le domaine du Private Equity, les autorités ont ainsi peur de les voir investir également dans les placements privés « de format loan » ce qui augmenterait mécaniquement la part de leurs placements dans des produits financiers jugés illiquides.

La seconde réforme, matérialisée par l'arrêté du 9 décembre 2013 a concerné les exigences en matière d'analyse des risques. Ainsi, les assureurs qui investissent dans des placements privés en euros sous forme de prêts devront préciser « leur système d'analyse et de mesure du risque dans leur rapport de contrôle interne en précisant entre autre leurs différentes limites d'exposition en fonction des différentes catégories de crédit ». De plus, ces assureurs devront mettre en place un suivi régulier de la qualité de crédit des émetteurs de façon trimestrielle. Enfin, si les assureurs choisissent de déléguer leur gestion des risques, ils devront néanmoins s'assurer que ces obligations soient satisfaites par leur gestionnaire.

L'arrêté du 9 décembre 2013 a également permis d'apporter des précisions au sujet des fonds de prêts à l'économie que nous détaillerons ci-après.

c) Les fonds de prêts à l'économie

Les fonds de prêt à l'économie française, comme les fonds Novo1 et 2[59], sont une innovation française unique en Europe. 24 investisseurs institutionnels dont 19 assureurs et caisses de retraites ont participé au lancement de ce fonds en compagnie de la Caisse des dépôts qui a investi à elle seule 10% du fonds, représentant 100m€. L'objectif du fonds Novo est de participer au financement d'environ 40 entreprises de taille intermédiaires et PME qui ne sont pas forcément cotées à travers des placements privés de format obligations ou prêts selon le souhait de ces sociétés.

La taille de chacune des émissions correspondra à des montants unitaires estimés entre 10 et 50m€, tandis que la maturité de ces Euro PP s'étendra entre cinq et sept années.
Le portefeuille de ce fonds d'une durée de vie de 10 ans, et qui investira jusqu'en 2015, se devra d'être diversifié. C'est-à-dire qu'un même secteur ne devra pas représenter plus de 20% de son

[59] Novo : fonds doté d'1Md€, lancé le 10 juillet 2013 et cogéré par BNP Paribas IP et Tikehau IM

montant total, tandis qu'une même entreprise ne devra pas représenter plus de 10% de l'encours total.

Cette initiative a été plébiscitée car elle permet aux investisseurs institutionnels de financer plus facilement des entreprises d'une taille intermédiaire et moyenne en mutualisant leurs investissements avec leurs compères. D'après les différents assureurs, d'autres fonds de prêt à l'économie devraient voir le jour dans les prochains mois.

3. Un nouveau système de notation spécifique aux petites entreprises

Nous pensons que l'un des points forts du nouveau marché des Euro Placements Privés réside dans son absence d'obligation pour l'émetteur d'être noté par les agences de notation et cela ne devrait pas être modifié dans les années à venir afin de préserver l'intérêt des ETI pour ce type de financement.

Toutefois, nous voyons comme positif l'apparition d'une nouvelle offre de notation plus adaptée aux PME et ETI par rapport à celle existant chez les trois agences de notation mondiales. Nous pensons que les ETI ayant déjà réalisé un Euro PP étaient les plus connues, mais que celles l'étant moins risquent d'avoir besoin d'une notation indépendante pour intéresser les investisseurs institutionnels et notamment les investisseurs étrangers qui risquent d'arriver prochainement sur le marché.

Afin d'être considérée comme plus adaptée, nous considérons quatre critères comme des facteurs clés.
Le premier facteur consiste à instaurer un processus de notation plus rapide et plus léger que celui destiné aux grands groupes internationaux.
Le second facteur repose sur la création d'une nouvelle échelle reflétant la qualité crédit des petites sociétés par rapport aux plus grandes.
Le troisième facteur concerne la publication de ces notations, qui devrait plutôt être réservée aux investisseurs institutionnels participant au financement de ces placements privés, et non pas rendue publique afin de préserver la confidentialité de certaines informations financières pour éviter qu'elles ne tombent dans les mains des concurrents des entreprises émettrices.
Enfin, le quatrième facteur consisterait à exiger un coût de notation nettement moins important que celui demandé pour les grands groupes (estimé à plus de cinq cent mille euros par an par le cabinet Bfinance), puisque les PME et ETI disposent de besoins financiers moindres.

Dans ce contexte, la récente initiative de l'agence de notation S&P, comme présentée précédemment, peut être bien accueillie puisqu'elle tente de répondre aux besoins particuliers de notation pour les PME et ETI ayant un chiffre d'affaires inférieur à 1,5Md€ et une dette inférieure à 500m€. D'après l'agence cela représente près de 1 500 entreprises en France, dont 142 seraient déjà cotées.

De plus, il peut être intéressant que de nouveaux acteurs apparaissent afin d'offrir des solutions de notation davantage adéquates aux PME et ETI le désirant. C'est par exemple le cas de l'agence Scope Credit Rating (d'origine allemande), de Spread Research (agence de notation française) qui disposent déjà de l'agrément de l'ESMA[60] ou de la filiale d'ID MidCaps (développant une

[60]ESMA : European Securities and Markets Authority

méthode de scoring), et d'Alta Value (agence de notation française notant déjà 70 000 sociétés dont 2 700 ETI) qui attendent l'obtention de l'agrément de l'ESMA.

Ces nouvelles agences tentent de séduire de plus en plus les PME et ETI en mettant en avant deux arguments majeurs. D'un côté, elles communiquent sur leur méthodologie qui est différente des grandes agences. Ralf Garm *(Euler Hermes Rating, managing director)* aime rappeler que « les grandes agences comparent le profil financier d'une entreprise à celui de ses concurrents qui sont souvent des sociétés de taille importante, ce qui peut défavoriser une entreprise d'une taille plus petite et donc diminuer sa notation, tandis que son équipe recherche à comparer l'émetteur avec des groupes de taille équivalente ». D'un autre côté, ces agences mettent en avant leurs conditions tarifaires nettement plus intéressantes pour une PME ou ETI (les coûts sont estimés entre 25k€ et 70k€ en fonction de la taille de la société et du montant de son émission), ce qui correspond à des montants près de dix fois inférieurs à ceux opérés par les agences de notation internationales.

A titre d'exemple, le groupe Capelli qui a réalisé un Euro PP inaugural en décembre 2012 d'un montant de 11,7m€ a choisi de se faire noter par l'agence de notation Scope Credit Rating. Ce fut la première entreprise française à recourir à une agence de notation différente des trois agences de notation internationales. L'agence de notation en question, qui bénéficie d'une part de marché importante en Allemagne, désire étendre ses services en Europe et notamment en France sur le marché des placements privés en euros.

Les investisseurs institutionnels apprécient déjà le recours à ce nouveau type d'agences de notation. C'est notamment le cas de Christophe Aubin *(Crédit Agricole Assurances, directeur adjoint des investissements)* qui « apprécie de pouvoir comparer son analyse crédit à celles d'autres experts avant d'investir ».

Nous pensons également qu'un cinquième facteur permettrait aux nouvelles offres de notation de répondre aux besoins du marché des Euro PP. Cela consisterait à ce que ce soit les investisseurs institutionnels qui commandent et payent le coût de la notation (sous réserve de l'accord de l'émetteur). En effet, cet élément permettrait d'une part de limiter le conflit d'intérêt d'un modèle classique intitulé « issuer pay model [61]» et de supprimer la barrière financière des émetteurs qui hésitent régulièrement à y recourir.

4. Un recours aux clauses de protection

Etant donné que le marché des Euro PP concerne principalement des émetteurs d'une taille plus petite que celle des grands groupes notés, leur financement peut comporter davantage de risques pour les investisseurs institutionnels potentiels. Ainsi, pour compenser l'absence de notation standardisée, l'aspect juridique des conditions des placements privés peut jouer un rôle clé. Le recours à l'utilisation de clauses juridiques, à l'image de celles utilisées sur le marché américain des USPP, permet aux investisseurs de se sentir davantage protégés et les inciter à financer davantage les entreprises de taille intermédiaire et moyenne.

Certaines clauses, au bénéfice de l'investisseur, sont répandues. La clause « step-up », permet d'établir un taux de rémunération plus élevé si la capacité financière de l'émetteur se dégrade. Par exemple, lors du placement privé obligataire de Tessi, le prix du coupon était susceptible

[61] L'émetteur demande une notation et son coût est à sa charge

d'augmenter de 125 points de base dans le cas où la dette financière nette dépasserait plus de 3,5 fois l'EBITDA de l'émetteur.

Afin de garantir davantage de protection aux investisseurs institutionnels, dans le but d'inciter un plus grand nombre à financer les entreprises non notées, l'instauration d'une clause surnommée « clause de negative pledge élargie[62] » a été une étape clé. Celle-ci permet aux investisseurs obligataires souscrivant un placement privé d'obtenir les mêmes suretés que la société émettrice consentirait à d'autres créanciers, qu'ils soient obligataires ou bancaires.

Toutefois, il sera nécessaire de garantir des protections aux investisseurs sans entraver la gestion pérenne des entreprises émettrices. En reprenant l'exemple de l'Euro PP de l'entreprise Tessi, on remarque la bonne volonté des différentes parties de trouver des compromis, puisque la clause « step-up » ne pénalisait pas le développement de l'entreprise : son ratio étant nul avant le placement privé.

Afin de compenser les protections accordées aux investisseurs, certaines clauses, au bénéfice de l'émetteur, possèdent un intérêt. La clause « fall-away » envisage qu'en cas de l'obtention future d'une notation « investment grade » par l'entreprise actuellement non notée, les différents covenants ne seront plus applicables afin de lui garantir davantage de liberté, tandis que la clause « make whole call » confère une option de remboursement anticipé pour l'émetteur.

5. Le marché doit davantage s'internationaliser

a) L'obtention d'une taille critique

Malgré le récent développement du marché des placements privés obligataires en euros, sa taille apparaît encore faible comparée aux besoins très importants des ETI. De plus, les principaux acteurs sont encore franco-français.

Subséquemment, si les régulateurs français et européens désirent que le marché des placements privés obligataires en euros parvienne à se développer pour constituer une réelle aide au financement des ETI en Europe, il sera nécessaire d'opérer certains aménagements juridiques afin que des investisseurs institutionnels étrangers puissent participer au développement de ce nouveau marché. En effet, le marché des placements privés européens est structuré en fonction des contraintes réglementaires et notamment le droit des faillites.

Guy Silvestre souligne que « le marché des placements privés a commencé à s'internationaliser ». En ce sens, quelques investisseurs européens (belges, allemands et britanniques) avaient participé à l'Euro PP de l'entreprise Lactalis en décembre 2012. Mais, il conviendra de faciliter l'accès aux investisseurs institutionnels européens, américains et étrangers, qui ont déjà démontré leurs intérêts, afin d'améliorer la taille et la liquidité du marché européen des placements privés. Pour cela, il a confié que depuis la publication de la Charte des Euro PP, son équipe a contacté des institutions britanniques, belges, allemandes et hollandaises afin d'associer ces investisseurs européens au processus des Euro PP et de leur permettre d'être davantage actifs dessus.

[62] clause insérée dans un document de crédit bancaire, qui interdit à l'entreprise la mise en place de nouvelles garanties au profit d'autres créanciers sur tout ou partie des actifs et biens possédés. L'objectif d'une negative pledge est de maintenir la qualité des garanties données au créancier initial par rapport à de nouveaux prêteurs.

b) Un développement international des émetteurs favorisé

Le marché allemand du Schuldschein est un bel exemple : après plusieurs années de fonctionnement, de plus en plus d'investisseurs institutionnels étrangers désirent y participer. Ainsi, lors du dernier placement privé Outre-Rhin de la société Seb, les investisseurs asiatiques ont apporté 30% des fonds, et les investisseurs brésiliens ont financés 10% de l'émission.

En dehors du fait de diversifier leurs sources de financement, les entreprises émettrices acquièrent une notoriété auprès d'investisseurs internationaux, ce qui pourrait faciliter un développement à l'international. Cette idée est confirmée par les propos de Valérie Four *(Sonepar, Directeur des financements)* : « même si les banques européennes avec lesquelles nous collaborons, nous financent à des taux plus attractifs que ceux réclamés par des investisseurs asiatiques sur le marché du Schuldschein, le fait de nouer des liens avec d'autres acteurs locaux constitue une opportunité dans le cadre de notre développement en Asie. »

c) Attirer des émetteurs étrangers

La tendance à la désintermédiation des financements des entreprises ne peut pas échapper aux entreprises européennes des pays frontaliers. Ainsi, le tissu industriel italien, assez similaire à la France et constitué de beaucoup de sociétés de taille moyenne et intermédiaire, serait un véritable vivier de nouveaux émetteurs potentiels sur le marché de l'Euro PP. Il en est de même pour l'Espagne ou les pays voisins localisés au nord tels la Belgique et le Luxembourg.

d) Construire un marché européen harmonisé

Selon nous, le marché des Euro Placements Privés gagnerait à être plus homogène. En effet, comme le stipule Alexandra Dimitrijevic *(S&P, Managing Director)*, « derrière l'Euro PP, il existe un marché très fragmenté, chaque territoire possède sa propre réglementation et ses propres produits ».

D'après le Rapport Paris-Europlace, « l'enjeu du développement du marché des Euro Placements Privé paraît décisif pour la Place de Paris étant donné que les places financières européennes qui offriront les meilleurs conditions d'accès ainsi qu'une large base d'investisseurs institutionnels, parviendront à favoriser le développement des PME-ETI, la croissance et l'emploi ».

L'ensemble de l'Europe recherche des solutions et outils permettant la désintermédiation du crédit bancaire. Par conséquent, certains groupes de travail en Hollande et au Royaume-Uni travaillent actuellement sur l'élaboration d'une documentation standard, à l'image de la Charte des Euro PP réalisée en France.

Cas de l'UK :
Les entreprises britanniques ont depuis longtemps eu recours au marché américain des USPP. Par conséquent, le marché des UK PP nous semble moins développé que les marchés allemands et français. Dès lors, la LMA[63] a réuni son groupe de travail. D'après un rapport britannique[64], le coût de réalisation de la documentation juridique d'un placement privé serait estimé à 120k£

[63] LMA : Loan Market Association, fondée en 1996
[64] Rapport supervisé par Tim Breedon, directeur général de l'assureur Legal & General

étant donné que chaque opération possède ses spécificités. Ainsi, si les groupes de travail parviennent à élaborer et définir une documentation standard, les coûts seraient réduits de près de 75%.

De plus, l'association internationale des marchés de capitaux (ICMA) va assurer une coordination entre les différents groupes de travail dans les différents pays européens concernant le placement privé et un groupe paneuropéen dénommée le PEPP WEG constitué de l'AFME[65], de l'ABI[66], de l'association européenne du placement privé (EU PPA), de la LMA et du groupe ayant réalisé la Charte de l'Euro PP en France. Les principaux objectifs consistent d'une part à élaborer « un guide des meilleures pratiques » et également d'analyser « le problème des barrières à l'entrée pour les nouveaux émetteurs et investisseurs sur ce marché ».

[65] AFME : association des marchés financiers en Europe
[66] ABI : association des assureurs britanniques

Conclusion

Dans la première partie de ce mémoire, nous avons montré que les placements privés en euros répondent à un réel besoin des ETI.
Dans la seconde partie, nous avons mis en avant l'intérêt commun des différents acteurs, à savoir les investisseurs institutionnels et les banques, de participer au développement du marché des Euro Placements Privés.
Au cours de la troisième partie, nous avons souligné certaines menaces qui pourraient peser sur le développement du marché des Euro PP et avons comparé les atouts des différentes formes de placements privés sur les marchés étrangers.
Lors de la quatrième et dernière partie, nous avons démontré que le marché des Euro Placements Privés possède un avenir prometteur, toutefois sous certaines conditions. Dans ce cadre, nous aimerions formuler quelques recommandations supplémentaires.

L'une des idées que nous avons émises pour permettre aux placements privés de se développer davantage dans les années à venir consisterait à instaurer des émissions multi-tranches dans différentes devises. La pratique d'émissions multi-devises existe déjà sur le marché de l'USPP ou du Schuldschein afin de faire face à la concurrence croissante des Euro PP. En effet, ceux-ci peuvent obtenir leur financement dans différentes devises sur un unique marché des placements privés, sans devoir réaliser et préparer différentes documents juridiques propres à chacun des marchés.

Par ailleurs, nous espérons que les différents investisseurs institutionnels continueront de se structurer en interne au niveau de leur analyse-crédit. Ils pourront également avoir recours à des analystes externes afin d'être davantage familier des risques de crédit en vue de faire diminuer les primes de risques exigées, et donc de concourir au développement des émissions des Euro Placements Privés.

Afin de répondre à la faiblesse des compétences d'analyse des investisseurs institutionnels les plus petits, il pourrait être envisageable qu'un organisme indépendant européen émette une notation sur chaque Euro PP réalisé. Notons que cette recommandation est plus particulièrement adaptée aux petites et moyennes entreprises. Dès lors, il se poserait la question de savoir quel organisme serait le plus compétent et le plus impartial. L'une de nos recommandations consisterait à confier cette mission à l'Autorité de contrôle prudentiel.

Nous pensons qu'il serait bon pour le développement des placements privés en euros, et notamment pour les plus petites ETI ou PME, que les investisseurs institutionnels acceptent de détenir une grande partie (ou bien la totalité) du montant des émissions de petites tailles.
En effet, nous avons déjà mentionné le fait qu'ils aient exigé depuis la naissance du marché des Euro Placements Privés, des tickets relativement importants (de plusieurs dizaine de millions d'euros). Ceci a concouru à développer des émissions de placements privés en euros ayant des montants importants et ainsi à limiter les opérations de faibles tailles. Ces investisseurs institutionnels ne souhaitaient pas détenir une part trop importante du montant total d'un Euro Placement Privé. Toutefois, les plus familiers de ce marché, grâce notamment à leur expérience en la matière, semblent commencer à revoir leurs considérations.

Enfin, les différentes entreprises ont compris qu'elles devaient communiquer sur leur « Equity Story » et renforcer leurs liens avec leurs actionnaires et les investisseurs financiers durant la réalisation de roadshow, ou la publication de leurs résultats. Toutefois, elles doivent encore prendre conscience qu'il leur est nécessaire d'apprendre à communiquer sur la structure et l'évolution de leur dette. En effet, jusqu'à présent les ETI se finançaient principalement par l'intermédiaire du crédit bancaire et donc entretenaient une relation privée entre une banque et leur société. Dorénavant, leur volonté de recourir à la désintermédiation partielle de leur dette, les oblige à établir des relations multiples avec des investisseurs institutionnels, et par conséquent il convient de les séduire en établissant une véritable « Debt Story ».

Bibliographie

Publications et articles de presse :

AFP, *Altran Technologies boucle un nouvel euro-PP*, Juillet 2014
ALLIANZ, *Les obligations High Yield : Un rendement obligataire élevé pour un risque de crédit acceptable,* Février 2012
ALLIANZ, *Allianz Euro High Yield : une alternative aux actions ?,* Février 2013
ANALYSE FINANCIERE, *Financement des PME et ETI : la course d'obstacles*, N°42, Mars 2012
ALCARAZ M., *Les ETI vont devoir lever 800 milliards en cinq ans,* Les Echos, Octobre 2013
ANSELMI F., *Les entreprises testent de nouvelles formes d'émissions obligataires*, L'Agefi, Septembre 2012
BAILLIENCOURT P., *L'analyse crédit, une nécessité pour les gérants*, L'Agefi, Janvier 2013
BANQUE DE FRANCE, Charte relative aux « Euro Private Placements » ou « Euro PP », Mars 2014
BENOIT G., *La place se dote de nouveaux outils pour les ETI*, Option Finance, Juillet 2013
CARLAT T., *Le risque entreprises au menu du bilan des assureurs*, L'Agefi, Juillet 2013
COUR DES COMPTES, *Rapport : L'Etat et le financement de l'économie,* Juillet 2012
DIAZ X., *Les placements privés obligataires s'envolent*, L'Agefi, Février 2013
DIAZ X., *Les émissions obligataires restent difficiles pour les PME même cotées*, L'Agefi, Juin 2013
DUTEN E., *Les ETI en quête de financements*, Les Echos, Novembre 2012
EHRHART I., *Le charme du privé*, Le Monde, Décembre 2012
EUROWEEK, *Euro PP Charter pushes best practice, wins on sounding,* Mars 2014
FINANCIAL TIMES, *Private placement in Europe gathers momentum*, Mars 2014
GAILLY PA., *Comment stimuler le placement privé dans les ETI*, La Tribune, Mai 2014
GARABEDIAN A., *Allianz France diversifie avec prudence ses placements*, L'Agefi, Juillet 2014
GARROUSTE F., *Les investisseurs accèdent à de nouvelles signatures*, L'Agefi, Novembre 2013
GARROUSTE F., *Paris joue l'Euro PP*, L'Agefi, Décembre 2013
GARABEDIAN A., *Bercy précise le cadre d'investissement des assureurs dans les prêts*, L'Agefi, Décembre 2013
KPMG – ASMEP, Etude « Les ETI, leviers de la croissance en France », Janvier 2014
KRIEF A., *Financement : l'ère de la désintermédiation*, Les Echos, Mars 2014
LAUGIER D., *Les placements privés ont de l'avenir*, Les Echos, Février 2013
LACOUR JP., *Un marché qui a déjà fait ses preuves à l'étranger*, Les Echos, Mai 2013
LANDROT A., *Norbert Dentressangle réalise son rêve américain*, L'Agefi, Août 2014
LEDERER E., *En quête de rendement, les investisseurs se tournent vers les placements privés*, Les Echos, Mai 2013
LEFEBVRE A., *Les placements privés*, Option Finance, Décembre 2012
LEFEBVRE A., *Marché des placements privés en euros : mode d'emploi*, Option Finance, Avril 2013
LEFEBVRE A., *Le cadre d'investissement des assureurs bientôt assoupli*, Option Finance, Mai 2013
LEFEBVRE A., *Les PME, nouvelles cibles des agences de notation*, Option Finance, Mai 2013
LEFEBVRE A., *Les banques changent leur modèle*, Option Finance, Septembre 2013
MICHELON M., LACOMBE M., LABORDERIE G., BERNASCONI P., *Exposé « Le marché High Yield Euro est-il mature ?»*, Avril 2014
MOODY'S, *French corporates will continue to seek alternative funding sources*, Mai 2013
MENOU B., *Le financement alternatif des ETI européennes est promis à un bel avenir*, L'Agefi, Avril 2013
PARIS-EUROPLACE, *Financement en dette des PME-ETI,* Mars 2014
PINAUD O., *Les acteurs du placement privé appellent à une standardisation du marché*, L'Agefi, Février 2013
PINAUD O., *Les placements privés de prêts restent encore marginaux*, L'Agefi, Mai 2013

PINAUD O., *Le marché des Euro PP courtise les émetteurs étrangers*, L'Agefi, Juin 2013
PINAUD O., *Tous les obstacles au financement des PME-ETI ne sont pas encore levés*, L'Agefi, Septembre 2013
PINAUD O., *Les placements privés restent encore réservés aux meilleurs émetteurs*, L'Agefi, Décembre 2013
PINAUD O., *Le marché de l'Euro PP va devoir trouver un nouveau souffle en 2014*, L'Agefi, Décembre 2014
PWC, *In the debt markets, An insight into current market conditions,* Juin 2013
QUIEVREUX E., *Le retour en grâce des Schuldscheine*, La Gazette, Juin 2014
REMY M., *Tessi réalise son premier placement privé obligataire*, L'Agefi, Février 2013
RENAULT MC., *De nouveaux outils de financement pour les PME*, Le Figaro, Mars 2014
REUTERS, *S&P lance un service d'évaluation du crédit des ETI européennes*, Juin 2013
REUTERS, *Le marché du placement privé appelé à se développer*, Décembre 2013
REUTERS, *Sur le marché du crédit euro, le HY gagne en maturité*, Décembre 2013
REVUE BANQUE, *Financement des entreprises : la nouvelle place des banques*, N°754, Décembre 2012
ROLLAND S., *Les entreprises de taille intermédiaire cherchent des alternatives au crédit bancaire*, Les Echos, Mai 2013
ROLLAND S., *Pour les PME, les banques restent incontournables*, Les Echos, Août 2013
SEBAG S., *Les sociétés de gestion s'équipent pour investir dans les PME*, Option Finance, Juillet 2013
SEBIRE M., *Le développement du marché de l'euro private placement*, Option Finance, Décembre 2012
SOLLIER S., *Les assureurs explorent de nouvelles voies pour investir dans les entreprises,* La Tribune, Décembre 2012
THE ECONOMIST, *Private Placement : Ex uno, plures,* Janvier 2014

Ouvrages :

ALEXANDRE H., *Banque et intermédiation financière*, Economica, 2012
CUNY DE LA VERRYERE A-R., *Le financement Schuldschein ; analyse d'un financement alternatif allemand en plein essor*, Relations et Droit International, 2014
DSCG 2, Evolution récente des High Yield Bonds, Finance, 2e édition
FRIEDRICH, EBERT, STIFTUNG, *Basel III and SME Financing,* Zentrale Aufgaben, 2011
GAYRAUD JF., *La Grande Fraude : Crime, subprimes et crises financières*
KREMP E., SEVESTRE P., *La crise a t'elle induit un rationnement du crédit aux PME,* 2011
LA BRUSLERIE H., *Gestion obligataire. Tome 2. Rentabilité, stratégie et contrôle*, Economica, 2006
LERNOUX F., *Vade-mecum du financement des PME*, De Boeck Larcier, 2010
MISHKIN F-S., *Banque et marchés financiers*
OSBERVATOIRE DES PME, *PME 2013 : rapport OSEO sur l'évolution des PME*, Documentation française, 2014
SIMON Y., LAUTIER D., MOREL C., *Finance internationale*, 10e édition, Economica, 2009
VERNIMMEN P., QUIRY P., LE FUR Y., *Finance d'entreprise*, Dalloz, 2012

Autres sources (indicateurs, indices, sites internet) :

ACIC 2014 Spring Investment Forum
AFME (Association for Financial Markets in Europe)
AMF (Autorité des marchés financiers)
Banque Centrale Européenne
Banque de France

Barclays
Baromètre de KPMG et de la CGPME sur le financement et l'accès au crédit des PME
BofAMerril Lynch
Factiva
Indice Argos-Soditic Mid markets
JP Morgan – European Currency High Yield Bond Issuance History
Kramer Levin (Société d'avocats)
Loan Market Association
Markit
Morningstar
Société Générale CIB
S&P
Wells Fargo Securities, Private Placement Letter, Private Placement Monitor

Annexes

Annexe 1 : Tableau présentant notre recensement des différents Euro Placements Privés en 2012

n°	Emetteur	Pays	Secteur	ETI	notation	cotation	Date	Montant (m€)	Maturité (année)	Format	Place de cotation	Coupon	Arrangeur
1	Société Nationale Immobilière	France	Immobilier	ETI	oui	non	03/05/2012	250,0	20,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	taux variable	Natixis
2	Foncière de Paris	France	Immobilier	ETI	non	oui	18/07/2012	50,0	5,0	obligation	Euronext Paris	4,25%	CMC-CIC
3	Sonepar	France	Industrie	GE	non	non	25/07/2012			prêt	non coté		Société Générale
4	Bonduelle	France	Biens de consommation	GE	non	oui	10/09/2012	145,0	6,5	obligation	Euronext Paris	3,83%	Crédit Agricole
5	Neopost	France	Services	GE	non	non	25/09/2012	100,0	5,0	prêt	non coté		Crédit Agricole
6	Rallye	France	Biens de consommation	GE	non	non	01/10/2012	100,0	6,0	obligation		5,00%	Nomura
7	Bolloré	France	Industrie	GE	non	oui	09/10/2012	170,0	7,0	obligation	Euronext Paris	4,32%	Société Générale
8	Plastic Omnium	France	Industrie	GE	non	oui	11/10/2012	250,0	6,3	obligation	Euronext Paris	3,88%	BNP Paribas
9	Financière Agache	France	Financière	GE	non	non	25/10/2012	275,0	5,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,18%	Crédit Agricole
10	Foncière des régions	France	Immobilier	ETI	oui	oui	16/11/2012	255,0	7,0	obligation	Euronext Paris	3,68%	
11	Groupe Gorgé	France	Industrie	ETI	non	oui	22/11/2012	10,0	6,0	obligation	Euronext Paris	5,40%	Kepler
12	Orpéa	France	Santé	GE	non	oui	28/11/2012		5,0	obligation	Euronext Paris	4,10%	Crédit Agricole
12	Orpéa						28/11/2012	213,0	6,5	obligation	Euronext Paris	4,60%	Crédit Agricole
12	Orpéa						28/11/2012		6,0	obligation	Euronext Paris	4,20%	Crédit Agricole
13	Rallye	France	Biens de consommation	GE	non	non	03/12/2012	50,0		obligation			Société Générale
14	Neopost	France	Services	GE	non	non	04/12/2012	150,0	7,0	obligation	Euronext Paris	3,50%	Société Générale
15	Orpéa	France	Santé	GE	non	oui	04/12/2012	90,0	14,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	5,25%	Deutsche Bank
16	Capelli	France	Immobilier	ETI	oui	oui	04/12/2012	11,7	5,0	obligation	Alternext	7,00%	Banque Internationale à Luxembourg
17	inconnu						05/12/2012	75,0		prêt	non coté		Société Générale
18	Touax	France	Services	ETI	non	oui	12/12/2012	15,0	6,0	obligation	Euronext Paris	5,00%	Kepler
19	Ubisoft	France	Services	GE	non	oui	17/12/2012	20,0	6,0	obligation	Euronext Paris	3,99%	Kepler
20	Lactalis	France	Biens de consommation	GE	non	non	19/12/2012		7,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,75%	Société Générale
20	Lactalis						19/12/2012	507,5	6,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,45%	Société Générale
20	Lactalis						19/12/2012		5,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,15%	Société Générale
21	Fromageries Bel	France	Biens de consommation	GE	non	oui	19/12/2012	160,0	7,0	obligation	Euronext Paris	3,00%	Crédit Agricole
21	Fromageries Bel						19/12/2012		6,0	obligation	Euronext Paris	2,75%	Crédit Agricole
22	Foncière 6 et 7e arrondissement de Paris	France	Immobilier	PME	non	oui	20/12/2012	50,0	6,0	obligation	Euronext Paris	3,70%	CMC-CIC
23	Soufflet	France	Biens de consommation	ETI	non	non	21/12/2012	100,0	6,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,25%	Société Général ; Oddo
24	Altaréa - Cogedim	France	Immobilier	GE	non	oui	21/12/2012	250,0	5,0	obligation	Euronext Paris	3,65%	Crédit Agricole
24	Altaréa - Cogedim						28/12/2012		7,0	obligation	non coté	3,97%	

Annexe 2 : Tableau présentant notre recensement des différents Euro Placements Privés en 2013

n°	Emetteur	Pays	Secteur	ETI	notation	cotation	Date	Montant (m€)	Maturité (année)	Format	Place de cotation	Coupon	Arrangeur
1	Tessi	France	Services	ETI	non	oui	11/01/2013	20,0	6 (5ans et11mois)	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,95%	Kepler
2	Nexity	France	Immobilier	GE	non	oui	24/01/2013	200,0	5,9	obligation	Euronext Paris	3,75%	Crédit Agricole ; JP Morgan ; Natixis
3	Groupe Adeo	France	Biens de consommation	GE	non	non	30/01/2013	100,0	7,0	obligation	Euronext Paris	2,75%	CMC-CIC
4	Norbert Dentressangle	France	Services	GE	non	oui	10/02/2013	75,0	5,0				
5	Laurent Perrier	France	Biens de consommation	ETI	non	oui	21/02/2013	15,0	5,9 (313jours)	obligation	Euronext Paris	3,75%	Kepler
6	LFB Laboratoire Français du Fractionnement et des Biotechnologies	France	Santé	ETI	non	non	22/02/2013	50,0	6,0	obligation	Euronext Paris	3,85%	Natixis
7	Akka Technologies	France	Industrie	GE	non	oui	01/03/2013	100,0	5,33 (4mois)	obligation	Euronext Paris	4,45%	CMC-CIC ; Natixis
8	Foncière Atland	France	Immobilier	PME	non	oui	08/03/2013	5,0	5,0	obligation		5,50%	CMC-CIC
9	Foncière des régions	France	Immobilier	PME	oui	oui	25/03/2013	180,0	7,0	obligation	Euronext Paris	3,30%	Société Générale
10	Lactalis	France	Biens de consommation	GE	non	non	25/03/2013	172,8	6,7	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,75%	HSBC ; Natixis ; Société Générale ; Crédit Agricole
11	Eurosic	France	Immobilier	ETI	non	oui	27/03/2013	125,0	6,0	obligation	Euronext Paris	3,95%	Crédit Agricole ; CMC-CIC ; Natixis
12	Soufflet	France	Biens de consommation	ETI	non	non	28/03/2013	20,0	5,7	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,25%	Société Générale
13	Steria	France	Services	GE	non	oui	10/04/2013	180,0	6,3	obligation	Euronext Paris	4,25%	Société Générale
14	Orpéa	France	Santé	GE	non	oui	10/04/2013	33,0	6,1	obligation	Euronext Paris	4,60%	Crédit Agricole
15	Société Nationale Immobilière	France	Immobilier	ETI	oui	non	15/04/2013	100,0	10,3	obligation	Euro MTF Luxembourg	2,20%	Natixis
16	Sonepar	France	Industrie	GE	non	non	16/04/2013	100,0	7,0	obligation	non coté		
17	Médica	France	Santé	GE	non	oui	23/04/2013	40,0	6,0	obligation	non coté	3,66%	
18	Ubisoft	France	Services	GE	non	oui	06/05/2013	40,0	5,0	obligation	Euronext Paris	3,04%	Société Générale ; Crédit Agricole
19	Vranken Pommery	Belgique	Biens de consommation	ETI	non	oui	28/05/2013	125,0	6,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,13%	KBC
20	Auréa	France	Industrie	ETI	non	oui	12/06/2013	13,6	6,0	obligation	Alternext	4,75%	Octo Finances
21	Terisam - Artémis	France	Biens de consommation	GE	n/a	n/a	19/06/2013	380,0	7,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,01%	Crédit Agricole ; BNP Paribas ; Natixis ; Société Générale : CMC-CIC
22	Foncière Inéa	France	Immobilier	PME	non	oui	26/06/2013	30,3	6,0	obligation	Euronext Paris	4,35%	Rothschild
23	Foncière de Paris	France	Immobilier	ETI	non	oui	09/07/2013	80,0	6,0	obligation	Euronext Paris	4,13%	CMC-CIC ; Compagnie Financière Jacques Cœur ; Bred ; Palatine
24	Havas	France	TMT	GE	non	oui	11/07/2013	100,0	5,0	obligation	Euronext Paris	3,13%	Crédit Agricole
25	GL Events	France	Services	ETI	non	oui	15/07/2013	50,0	6,0	obligation	Euronext Paris	4,70%	Société Générale ; Kepler
26	Orpéa	France	Santé	GE	non	oui	15/07/2013	20,0	6,5	obligation	Euronext Paris	4,15%	Kepler
27	Altran Technologies	France	Services	GE	non	oui	16/07/2013	135,0	6,0	obligation	Euronext Paris	3,75%	Société Générale, Crédit Agricole
28	Sanef	France	Services	GE	oui	non	23/07/2013	300,0	6,0	obligation	Euronext Paris	2,50%	BNP Paribas
29	Zodiac	France	Industrie	GE	non	oui	24/07/2013	125,0	5,0				
30	Prada	Italie	Biens de consommation	GE	non	oui	25/07/2013	130,0	5,0			2,75%	
31	Vranken Pommery	Belgique	Biens de consommation	ETI	non	oui	26/07/2013	50,0	5,0	obligation	Euronext Paris	4,00%	Natixis
32	Agrial	France	Biens de consommation	GE	non	non	31/07/2013	95,0	7,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,00%	Crédit Agricole
33	Korian	France	Santé	GE	non	oui	31/07/2013	67,5	6,0	obligation	Euronext Paris	4,63%	Crédit Agricole ; BNP Paribas ; RBS
34	Sodiaal	France	Biens de consommation	GE	non	non	01/08/2013	30,0	5,5	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,44%	Kepler
34	Sodiaal						01/08/2013		6,5	obligation		3,74%	Kepler
35	Financière Rémy Cointreau	Belgique	Biens de consommation	ETI	oui	oui	13/08/2013	65,0	10,0	obligation	Euronext Bruxelles	4,00%	HSBC ; Bank of America
36	Wendel	France	Financière	GE	oui	oui	23/09/2013	100,0	6,0	obligation	Euronext Paris	5,88%	Oddo
37	Iren	Italie	Energie	GE	non	oui	03/10/2013	125,0	7,0	obligation	Irish stock exchange	4,37%	Mediobanca
38	Réside Etudes Investissements	France	Immobilier	ETI	oui	non	23/10/2013	44,0	6,0	obligation	Euronext Paris	5,20%	Compagnie Financière Jacques Cœur
39	Maisons & cités	France	Immobilier	ETI	oui	non	25/10/2013	30,0	12,0	obligation	Euronext Paris	3,50%	Crédit Agricole
40	Altrad	France	Industrie	ETI	non	non	29/10/2013	100,0	7,0	obligation	Euronext Paris	4,40%	Natixis
41	Akuo Participations	France	Energie	ETI	non	non	15/11/2013	23,0	3,0	obligation	Euronext Paris	7,00%	Octo Finances
42	Argan	France	Immobilier	ETI	non	oui	25/11/2013	48,9	5,0	obligation	Euronext Paris	5,50%	Compagnie Financière Jacques Cœur ; Invest Securities
43	Louis Delhaize	Belgique	Biens de consommation	GE	oui	oui	02/12/2013	105,0	6,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,38%	Oddo
44	Norbert Dentressangle	France	Services	GE	non	oui	10/12/2013	235,0	7,0	obligation	Euronext Paris	4,00%	Crédit Agricole ; BNP Paribas
44	Norbert Dentressangle						10/12/2013		6,0	obligation	Euronext Paris	3,80%	Crédit Agricole ; BNP Paribas
45	Codic International	Belgique	Immobilier	PME	oui	oui	13/12/2013	14,0	5,0	obligation	Euronext Paris	7,25%	Invest Securities
46	Copa	n/a	Industrie	n/a	non	non	16/12/2013	50,0	5,0			7,50%	
47	Argan	France	Immobilier	ETI	non	oui	17/12/2013	16,1	5,0	obligation		5,50%	Compagnie Financière Jacques Cœur ; Invest Securities
48	Jacques Bogart	France	Biens de consommation	ETI	non	oui	18/12/2013	5,0	6,0	obligation	Alternext	4,50%	
49	Manitou	France	Industrie	ETI	non	oui	20/12/2013	12,5	6,0	obligation	Alternext	5,35%	
50	Microwave Vision	France	Industrie	ETI	oui	oui	20/12/2013	4,0	6,0	obligation	Alternext	4,80%	
51	Orapi	France	Services	ETI	non	oui	20/12/2013	5,0	6,0	obligation	Alternext	5,25%	
52	Sodiaal	France	Biens de consommation	GE	non	non	27/12/2013	20,0	5,5	obligation	Euro MTF Luxembourg	3,44%	Kepler
53	VM Matériaux	France	Industrie	ETI	non	oui	27/12/2013	3,8	5,0	obligation	Alternext	6,00%	

Annexe 3 : Tableau présentant notre recensement des différents Euro Placements Privés en 2014

n°	Emetteur	Pays	Secteur	ETI	notation	cotation	Date	Montant (m€)	Maturité (année)	Format	Place de cotation	Coupon	Arrangeur
1	Intermarché	France	Biens de consommation	GE	non	non	24/01/2014	nc	nc	prêt	non coté	nc	Société Générale
2	Akuo Participations	France	Energie	ETI	non	non	13/02/2014	17,6	3,0	obligation	Euronext Paris	7,00%	Octo Finances
3	Soufflet	France	Biens de consommation	ETI	non	non	12/03/2014	60,0	4 à 7	prêt	non coté	nc	Kepler ; Arkéa
4	Deloitte France	France	Services	n/a	non	non	18/03/2014	40,0	7,0	prêt	non coté		LCL
5	CA Animation	France	Biens de consommation	ETI	non	non	25/03/2014	35,0	5,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,80%	Natixis
6	ID Valeurs	France	Biens de consommation	GE	non	non	09/04/2014	50,0	7,0	obligation	Euro MTF Luxembourg	4,00%	Société Générale
6	ID Valeurs						09/04/2014		5,7			3,75%	Société Générale
7	Eramet	France	Industrie	GE	non	oui	23/04/2014	50,0	12,0	obligation	Euronext Paris	5,29%	Société Générale
8	Idex Energies	France	Energie	ETI	non	non	29/04/2014	57,0	6,7			5,00%	Natixis
9	Nexity	France	Immobilier	GE	non	oui	05/05/2014	171,0	7,0	obligation	Euronext Paris	3,52%	HSBC ; Natixis ; Société Générale
9	Nexity						05/05/2014		6,0			3,25%	HSBC ; Natixis ; Société Générale
10	Compagnie des Alpes	France	Services	ETI	non	oui	07/05/2014	100,0	10,0	obligation	Euronext Paris	3,50%	Crédit Agricole ; CMC-CIC
11	Eramet	France	Industrie	GE	non	oui	14/05/2014	125,0	12,0	obligation	Euronext Paris	4,50%	Société Générale ; BNP Paribas ; Natixis
12	Seché Environnement	France	Energie	ETI	non	oui	22/05/2014	50,0	5,0	obligation	non coté		
12	Seché Environnement						22/05/2014		7,0				
13	Albioma	France	Energie	ETI	non	oui	28/05/2014	80,0	6,6	obligation	Euronext Paris	3,85%	CM-CIC ; Natixis
14	GFI Informatique	France	Services	GE	non	oui	02/06/2014	15,0	5,6	obligation	Euronext Paris	3,95%	Kepler
15	Foncière Verte	France	Immobilier	PME	non	oui	20/06/2014	45,0	6,0	obligation	Alternext	5,80%	Octo finances
16	Daher	France	Industrie	GE	non	non	09/07/2014	30,0	7,0	obligation	non coté	nc	
17	Foncière de Paris	France	Immobilier	ETI	non	oui	10/07/2014	100,0	6,0	obligation	Euronext Paris	2,99%	LCL
17	Foncière de Paris						10/07/2014		7,0	obligation	Euronext Paris	3,30%	LCL
18	UGC	France	Services	ETI	non	non	11/07/2014	120,0	7,0	prêt	non coté	variable : euribor + 265pb	
19	Altran Technologies	France	Services	GE	non	oui	11/07/2014	85,0	6,0	obligation	Euronext Paris	2,81%	
19	Altran Technologies						11/07/2014		7,0			3,00%	
20	SCBSM	France	Immobilier	PME	non	oui	16/07/2014	23,0	5,0	obligation	Euronext Paris	5,25%	Compagnie Financière Jacques Cœur
21	Direct Energie	France	Energie	ETI	non	oui	16/07/2014	40,0	5,4	obligation	Euronext Paris	4,70%	Oddo
21	Direct Energie						16/07/2014		7,0	obligation		5,00%	Oddo
22	MGI Coutier	France	Industrie	GE	non	oui	25/07/2014	30,0	7,0	obligation	non coté	4,13%	
23	Frey	France	Services	ETI	non	oui	04/08/2014	25,0	5,4	obligation		4,38%	